

Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens während öffentlicher Übernahmeverfahren

**Eine Kritik unter den Gesichtspunkten der Ökonomischen
Theorie des Rechts**

DISSERTATION

zur Erlangung des akademischen Grades Dr. jur.

von

Amadeo Kraupa-Tuskany

Eingereicht am 23. Juni 2011
Verteidigt am 17. Januar 2013

Präsident der Humboldt-Universität zu Berlin
Prof. Dr. Jan-Hendrik Olbertz

Dekan der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität
Prof. Dr. Reinhard Singer

Erstgutachter
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. Dr. h.c. Christian Kirchner, LL.M. (Harvard)

Zweitgutachter
Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Inhaltsübersicht

1. Teil: Grundlagen	16
1 Problemstellung, Untersuchungsziel und Gang der Arbeit.....	16
2 Methodische Grundlagen	21
3 Öffentliche Unternehmensübernahmen und der Markt für Unternehmenskontrolle.....	55
4 Die übernahmespezifischen Interessen der Akteure aufseiten des Zielunternehmens.....	73
2. Teil: Die Regelungsprobleme	92
5 Ausgangspunkt und Dimension der Regelungsprobleme	92
6 Regelungsprobleme aus juristischer Perspektive.....	99
7 Regelungsprobleme aus ökonomischer Perspektive	156
8 Zusammenfassende Darstellung der Regelungsprobleme	201
3. Teil: Wirkungsanalyse der bestehenden Regelungen	203
9 Grundlegende Ausführungen.....	203
10 Wirkungsanalyse von § 33 und § 33 a WpÜG	228
4. Teil: Zu einem nationalen Konzept der Business Judgment Rule als Regelungsalternative	274
11 Grundlagen zu dem Konzept der Business Judgment Rule	274
12 Zu einem alternativen Regelungsvorschlag auf nationaler Ebene.....	286
13 Alternativer Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG.....	311

Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Grundlagen.....	16
1 Problemstellung, Untersuchungsziel und Gang der Arbeit	16
1.1 Problemstellung	17
1.2 Untersuchungsziel.....	19
1.3 Gang der Arbeit	20
2 Methodische Grundlagen	21
2.1 Die Ökonomische Theorie des Rechts als Subdisziplin der Ökonomik ..	22
2.2 Zum Verhältnis der Ökonomischen Theorie des Rechts zur Rechtswissenschaft	23
2.3 Das Forschungsprogramm der Ökonomischen Theorie des Rechts	24
2.3.1 Der positive Forschungsansatz	25
2.3.1.1 Gegenstandsbereich	25
2.3.1.2 Das ökonomische Verhaltensmodell i.S.d. Neuen Institutionenökonomik	26
2.3.1.2.1 Ressourcenknappheit.....	27
2.3.1.2.2 Eigennutztheorem.....	27
2.3.1.2.3 Unvollständige Information und Rationalverhalten	28
2.3.1.2.4 Opportunistisches Verhalten	29
2.3.1.2.5 Antizipierte Transaktionskosten.....	30
2.3.1.3 Kritik am Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik	30
2.3.1.3.1 Kritik am Modell des homo oeconomicus	30
2.3.1.3.2 Kritik am Konzept des Maximanden: Das satisficing Modell	32
2.3.1.3.3 Kritik auf der Grundlage empirischer Erkenntnisse.....	33
2.3.2 Der normative Forschungsansatz	35
2.3.2.1 Gegenstandsbereich	35
2.3.2.2 Das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium	36

2.3.2.2.1	Das Pareto-Kriterium	37
2.3.2.2.2	Das Kaldor-Hicks-Kriterium	38
2.3.2.2.3	Grundsätzliche Kritik an dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium	39
2.3.2.3	Die konsenstheoretische Legitimationsorientierung	40
2.4	Die Theorien der Firma als Erklärungs- und Analyseinstrumentarien...	43
2.4.1	Grundlagen	43
2.4.2	Die Agenturtheorie	45
2.4.3	Die Transaktionskostentheorie	50
2.4.4	Die Property-Rights-Theorie	52
3	Öffentliche Unternehmensübernahmen und der Markt für Unternehmenskontrolle	55
3.1	Ursachen von Unternehmensübernahmen	56
3.1.1	Ressourcenallokation und Kostenersparnisse	56
3.1.2	Marktineffizienzen	58
3.1.3	Umverteilungstheorien	59
3.1.3.1	Umverteilung zulasten der Altgläubiger	59
3.1.3.2	Umverteilung zulasten der Arbeitnehmer	59
3.1.3.3	Umverteilung zulasten der Aktionäre und das Gefangenendilemma	60
3.1.4	Unternehmensstrategische Ursachen	62
3.1.5	Persönliche Motive der Unternehmensleitung	63
3.1.6	Stellungnahme	64
3.2	Die ökonomischen Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle	64
3.2.1	Disziplinierungsfunktion	65
3.2.2	Allokationsfunktion	66
3.2.3	Kritik: Die Grenzen der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle	67
3.2.3.1	Ineffizienzen des Kapitalmarkts	68
3.2.3.2	Transaktionskostenintensität	69
3.2.3.3	Positive und negative externe Effekte	71
3.2.3.4	Ordnungspolitische Gesichtspunkte	72

3.2.4	Stellungnahme.....	73
4	Die übernahmespezifischen Interessen der Akteure aufseiten des Zielunternehmens	73
4.1	Anteilseignerinteressen.....	74
4.1.1	Gewinnpotenziale aus der disziplinierenden Wirkung öffentlicher Übernahmeangebote	74
4.1.2	Gewinnpotenziale aus der Umschichtung der Kapitalanlage	77
4.1.2.1	Partizipation an der Kontrollprämie bei Barangeboten	77
4.1.2.2	Gewinne aus dem Umtausch der Wertpapiere.....	79
4.1.3	Die Interessen der unterschiedlichen Anlegergruppen	79
4.1.3.1	Kleinanleger.....	81
4.1.3.2	Paketaktionäre.....	82
4.1.3.3	Institutionelle Anleger	83
4.1.3.4	Belegschaftsaktionäre	83
4.2	Interessen der Mitglieder des Vorstands.....	84
4.3	Interessen der Mitglieder des Aufsichtsrats.....	85
4.4	Arbeitnehmerinteressen	87
4.5	Fremdkapitalgeber und andere Gläubiger.....	89
4.6	Lieferanten und Abnehmer	90
4.7	Zusammenfassung	91
2. Teil:	Die Regelungsprobleme.....	92
5	Ausgangspunkt und Dimension der Regelungsprobleme	92
5.1	Ausgangspunkt: Das Versagen der verbandsrechtlichen Regularien	92
5.1.1	Repeat transactions	93
5.1.2	Final period transactions	94
5.1.3	Stellungnahme.....	95
5.2	Die Mehrschichtigkeit des Regelungsproblems	96
6	Regelungsprobleme aus juristischer Perspektive	99
6.1	Regelungsprobleme aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive.....	99

6.1.1 Grundsätze und Zielrichtung des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts	99
6.1.1.1 Unternehmensrecht.....	99
6.1.1.1.1 Grundlagen.....	99
6.1.1.1.2 Zu der Frage nach den unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen.....	101
6.1.1.2 Gesellschaftsrecht.....	104
6.1.1.3 Zum Verständnis des Begriffs des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts für die nachfolgenden Untersuchungen	106
6.1.2 Die Regelungsprobleme	107
6.1.2.1 Die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse	107
6.1.2.1.1 Zum Streit um das Unternehmensinteresse als Zielvorgabe des Vorstandshandelns.....	108
6.1.2.1.1.1 Theorien für ein umfassendes Unternehmensinteresse.....	108
6.1.2.1.1.2 Theorien gegen ein umfassendes Unternehmensinteresse.	110
6.1.2.1.1.3 Stellungnahme.....	112
6.1.2.1.2 Inhalt des Unternehmensinteresses	113
6.1.2.2 Begründungsansätze zu einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands	116
6.1.2.2.1 Ausschließliche Hauptversammlungskompetenz nach den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen	116
6.1.2.2.2 Fremdinteressenwahrung.....	117
6.1.2.2.3 Der Grundsatz der freien Desinvestitionsentscheidung.....	118
6.1.2.2.4 Aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot	120
6.1.2.2.5 Kapitalmarktrechtliche Begründungsansätze.....	121
6.1.2.3 Stellungnahme	122
6.2 Regelungsprobleme aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive.....	124
6.2.1 Grundsätze und Zielrichtung des Kapitalmarktrechts	124
6.2.1.1 Funktionsschutz.....	126
6.2.1.2 Individualschutz	128
6.2.2 Die Regelungsprobleme	129

6.2.2.1	Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz.....	129
6.2.2.1.1	Managementverhalten und allokativer Funktionsschutz.....	130
6.2.2.1.2	Managementverhalten und institutioneller Funktionsschutz.....	132
6.2.2.1.3	Managementverhalten und operationaler Funktionsschutz...	133
6.2.2.1.4	Managementverhalten und Individualschutz	133
6.2.2.2	Funktionsschutz und die Schaffung eines internationalen level playing field.....	134
6.2.2.3	Stellungnahme	138
6.3	Regelungsprobleme im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht	139
6.3.1	Das Übernahmerecht zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht	139
6.3.1.1	Die Ausrichtung des Rechts der Publikumsgesellschaften auf den Kapitalmarkt	139
6.3.1.2	Der Markt für Unternehmenskontrolle und Corporate Governance.....	141
6.3.1.3	Die Bedeutung verbandsrechtlicher Vorschriften für die Regulierung öffentlicher Unternehmensübernahmen	142
6.3.2	Die Regelungsprobleme.....	143
6.3.2.1	Die Zielkonflikte im Hinblick auf die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands.....	144
6.3.2.1.1	Exit und Voice oder der Konflikt zwischen Anlegerschutz und Aktionärsschutz.....	145
6.3.2.1.1.1	Grundlegende Ausführungen	145
6.3.2.1.1.2	Die unterschiedlichen Perspektiven	148
6.3.2.1.2	Die Berücksichtigung anderer Fremdinteressen	149
6.3.2.2	Der zeitlich begrenzte Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen.....	150
6.3.2.2.1	Gefahr der Privilegierung bestimmter Formen der Unternehmenskonzentration.....	151
6.3.2.2.2	Friktionen des Übernahmerechts mit Vorfeldmaßnahmen ...	152
6.3.2.3	Stellungnahme	154

6.4 Abschließende Stellungnahme zu den juristischen Regelungsproblemen	155
7 Regelungsprobleme aus ökonomischer Perspektive	156
7.1 Die Diskussion zu den ökonomischen Effekten von Verteidigungsmaßnahmen	156
7.1.1 Grundsätzliches zu Verteidigungsmaßnahmen	156
7.1.1.1 Systematisierung und Wirkungsweise	156
7.1.1.2 Repressiven Verteidigungsmaßnahmen im Überblick	157
7.1.1.2.1 Kapitalerhöhung	158
7.1.1.2.2 Rückerwerb eigener Aktien	159
7.1.1.2.3 Verkauf wesentlicher Vermögensbestandteile	160
7.1.1.2.4 Zukauf von Gesellschaftsvermögen	161
7.1.1.2.5 Abgabe eines Gegenangebots auf die Aktien des Bieters	162
7.1.1.2.6 Suche nach konkurrierenden Angeboten	163
7.1.1.2.7 Werbemaßnahmen	164
7.1.1.3 Zusammenfassung	165
7.1.2 Die ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen	166
7.1.2.1 Mögliche positive ökonomische Effekte	166
7.1.2.1.1 Positive Effekte unabhängig von der Zuordnung der Entscheidungskompetenz	167
7.1.2.1.1.1 Stärkung des Marktmechanismus durch die Schaffung eines Wettbewerbs um die Unternehmenskontrolle	167
7.1.2.1.1.2 Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen	169
7.1.2.1.1.3 Verteidigungsmaßnahmen als günstiger Schutzmechanismus gegen öffentliche Unternehmen	170
7.1.2.1.2 Positive Effekte aus der Verringerung der Ausbeutungsgefahr der Aktionäre des Zielunternehmens	172
7.1.2.1.2.1 Die positiven Effekte	172
7.1.2.1.2.2 Kritische Würdigung	174
7.1.2.1.3 Positive Effekte bei der Entscheidungskompetenz des Managements	176

7.1.2.1.3.1	Möglichkeit des amtierenden Managements unternehmenswertsteigernde Maßnahmen zu ergreifen.....	176
7.1.2.1.3.2	Berücksichtigung des Unternehmensinteresses.....	178
7.1.2.1.3.3	Das Management als cheapest cost avoider	180
7.1.2.2	Mögliche negative ökonomische Effekte	181
7.1.2.2.1	Beeinträchtigung der Aktivität am Übernahmemarkt	181
7.1.2.2.2	Beeinträchtigung der Disziplinierungsfunktion des Übernahmemarkts	182
7.1.2.2.3	Vernachlässigung der Aktionärsinteressen	183
7.1.2.2.4	Hohe Kosten von Verteidigungsmaßnahmen für Zielunternehmen und Bieter.....	183
7.1.2.3	Stellungnahme	184
7.2	Die ökonomischen Regelungsprobleme	185
7.2.1	Verhaltenspflichten vor dem Hintergrund der unternehmensinternen Prinzipal-Agent Beziehungen.....	185
7.2.2	Die Schwächen des Aktionärsstimmrechts in der Hauptversammlung	187
7.2.2.1	Das Problem der kollektiven Aktion	187
7.2.2.2	Das Problem der strategischen Wahl	190
7.2.2.2.1	Wahlzyklen.....	191
7.2.2.2.2	Sonstige Probleme der strategischen Wahl	192
7.2.2.3	Organisatorische Hindernisse	193
7.2.2.4	Anfechtungsgefahr.....	193
7.2.2.5	Probleme im Zusammengang mit der Stimmrechtsvertretung	194
7.2.2.6	Stellungnahme	197
7.2.3	Alternative Entscheidungs- oder Kontrollinstanzen	197
7.2.3.1	Die individuellen Aktionäre außerhalb der Hauptversammlung	198
7.2.3.2	Der Aufsichtsrat.....	198
7.3	Abschließende Stellungnahme zu den ökonomischen Regelungsproblemen	200
8	Zusammenfassende Darstellung der Regelungsprobleme	201

3. Teil: Wirkungsanalyse der bestehenden Regelungen	203
9 Grundlegende Ausführungen	203
9.1 Die historische Entwicklung des Übernahmerechts	203
9.1.1 Die Entwicklung auf europäischer Ebene	203
9.1.2 Die Entwicklung in Deutschland	206
9.2 Grundlegende Ausführungen zum WpÜG	208
9.2.1 Aufbau und Inhalt des WpÜG	208
9.2.2 Der Anwendungsbereich des WpÜG	210
9.2.2.1 Sachlicher Anwendungsbereich	210
9.2.2.2 Persönlicher Anwendungsbereich	211
9.2.3 Allgemeine Grundsätze des WpÜG	212
9.2.3.1 Der Gleichbehandlungsgrundsatz	212
9.2.3.2 Der Transparenzgrundsatz	214
9.2.3.3 Der Interessenswahrungsgrundsatz	215
9.2.3.4 Das Behinderungsverbot	216
9.2.3.5 Das Marktverzerrungsverbot	217
9.3 Grundlegende Ausführungen zu der EU-Übernahmerichtlinie	218
9.3.1 Anwendungsbereich	218
9.3.2 Allgemeine Grundsätze	218
9.3.3 Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, Optionsmodell, Durchbrechungsregelung und Reziprozitätsregelung	220
9.3.3.1 Die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht	220
9.3.3.2 Das Optionsmodell	221
9.3.3.3 Die Durchbrechungsregel	221
9.3.3.4 Die Reziprozitätsregelung	222
9.3.4 Das Spektrum der richtlinienkonformen Regelungen	223
9.3.4.1 Die Anforderungen der ÜRL	223
9.3.4.2 Die richtlinienkonformen Regelungsalternativen	226
9.4 Die Änderungen der §§ 33 ff. WpÜG durch das ÜRL-Umsetzungsg..	226
9.5 Die Einordnung der §§ 33 und 33a WpÜG in das Spektrum richtlinienkompatibler Regelungen	227

10 Wirkungsanalyse von § 33 und § 33 a WpÜG.....	228
10.1 Grundlegende Ausführungen zu § 33 und § 33 a WpÜG.....	228
10.1.1 § 33 WpÜG	228
10.1.1.1 Funktionsweise.....	229
10.1.1.1.1 Grundsatz: Neutralitäts- und Stillhaltepflicht	229
10.1.1.1.2 Ausnahmen.....	230
10.1.1.1.2.1 Die Suche nach Konkurrenzangeboten, § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG	230
10.1.1.1.2.2 Vom Aufsichtsrat autorisierte Verteidigungsmaßnahmen, § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG.....	231
10.1.1.1.2.3 Vorratsbeschlüsse, § 33 Abs. 2 WpÜG	232
10.1.1.1.2.4 Ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung.....	234
10.1.1.1.3 Rechtsfolgen bei Verstößen	236
10.1.1.2 Wirkungsanalyse	236
10.1.1.2.1 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG.....	237
10.1.1.2.2 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG.....	238
10.1.1.2.3 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG.....	239
10.1.1.2.4 § 33 Abs. 2 WpÜG	241
10.1.1.2.5 Ad-hoc Beschlüsse	244
10.1.1.3 Zusammenfassung.....	247
10.1.2 § 33 a WpÜG	248
10.1.2.1 Funktionsweise.....	249
10.1.2.2 Wirkungsanalyse	250
10.1.2.3 Zu der Wahrscheinlichkeit eines opt-in	252
10.1.2.4 Zusammenfassung.....	253
10.2 § 33 und § 33 a WpÜG vor dem Hintergrund flankierender und ergänzender Regelungen.....	253
10.2.1 Durchbrechungsregel gemäß § 33 b WpÜG	254
10.2.2 Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG	254
10.2.3 Werbemaßnahmen gemäß § 28 WpÜG	256
10.2.4 Weitere Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG	257
10.2.5 Informationspflichten des Bieters	258

10.2.6	Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung	260
10.3	Zusammenfassende Gesamtbewertung im Hinblick auf die Regelungsprobleme	262
10.3.1	Wahrung des Unternehmensinteresses	262
10.3.2	Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz	264
10.3.3	Schaffung eines level playing field	267
10.3.4	Die Zielkonflikte zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht.....	269
10.3.5	Der zeitlich begrenzte Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen	270
10.3.6	Corporate Governance und die positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen	271
10.4	Abschließende Stellungnahme	272
4. Teil:	Zu einem nationalen Konzept der Business Judgment Rule als Regelungsalternative	274
11	Grundlagen zu dem Konzept der Business Judgment Rule	274
11.1	Der Ursprung des Konzepts in den USA.....	274
11.2	Rechtsökonomischen Grundlagen der Business Judgment Rule	275
11.3	Die Business Judgment Rule im deutschen Recht	277
11.3.1	Die Business Judgment Rule im Rahmen des § 93 AktG	277
11.3.2	Zur Geltung der Business Judgment Rule im Rahmen des § 33 WpÜG.....	278
11.4	Das US-amerikanisch Konzept der modifizierten Business Judgment Rule for takeovers	279
11.4.1	Die modifizierte Business Judgment Rule des Staats Delaware	279
11.4.2	Die Flankierung durch den Williams Act.....	282
11.4.3	Zur Übertragbarkeit des US-amerikanischen Konzepts auf die europäische und nationale Ebene	283
11.4.3.1	Das Problem der Übertragbarkeit von Richterrecht auf den kontinentaleuropäischen Rechtskreis.....	283
11.4.3.2	Die Gefahr einer nicht ausreichenden Berücksichtigung der Shareholderinteressen	284

11.5	Abschließende Stellungnahme	285
12	Zu einem alternativen Regelungsvorschlag auf nationaler Ebene	286
12.1	Die Business Judgment Rule	286
12.2	Die Kontrollprobleme	287
12.3	Die Ansätze zur Lösung der Kontrollprobleme	289
12.3.1	Aufsichtsratsermächtigung	289
12.3.2	Kompetenzen der Aktionäre	289
12.3.2.1	Die Unterscheidung zwischen Kompetenzen der Hauptversammlung und der individuellen Aktionäre	289
12.3.2.2	Kompetenzen im Rahmen der Hauptversammlung	290
12.3.2.2.1	Ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung	290
12.3.2.2.1.1	Formale Voraussetzungen zu ad-hoc Beschlüssen der Hauptversammlung	291
12.3.2.2.1.2	Rechtsfolgen der ad-hoc Beschlüsse	293
12.3.2.2.1.3	Sonderregelungen für das Anfechtungsrecht.....	293
12.3.2.2.2	Vorratsbeschlüsse mit ex-post Vetorecht der Aktionäre.....	294
12.3.2.2.2.1	Formale Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Vorratsbeschlüsse	294
12.3.2.2.2.2	Ex-post Vetorecht der Aktionäre.....	295
12.3.2.3	Ad-hoc Abstimmungen außerhalb der Hauptversammlung..	299
12.3.2.3.1	Zur Notwendigkeit einer ad-hoc Abstimmung.....	299
12.3.2.3.2	Ablauf und Rechtsfolgen der ad-hoc Abstimmung.....	300
12.3.2.3.3	Technische Umsetzungsfragen und Ausgestaltung des Abstimmungsgegenstandes	300
12.3.2.4	Verbesserung des Informationsflusses und der Binnenkommunikation	301
12.4	Wirkungsvergleich des Konzepts zu den bestehenden Vorschriften vor dem Hintergrund der Regelungsprobleme	302
12.4.1	Wahrung des Unternehmensinteresses	302
12.4.2	Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz	304
12.4.3	Schaffung eines level playing field.....	305

12.4.4 Die Zielkonflikte zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht.....	305
12.4.5 Der zeitliche begrenzte Anwendungsbereich übernamerechtlicher Regelungen	306
12.4.6 Corporate Governance und die positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen	307
12.5 Die europäische Perspektive	307
12.5.1 Die Vereinbarkeit des Konzepts mit der ÜRL.....	308
12.5.2 Anforderungen an das europäische Recht de lege ferenda.....	308
12.6 Abschließende Stellungnahme	310
13 Alternativer Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG.....	311

1. Teil: Grundlagen

1 Problemstellung, Untersuchungsziel und Gang der Arbeit

Trotz der anhaltenden Finanzkrise und dem damit verbundenen Rückgang der Aktivität auf dem Private-Equity-Sektor,¹ ist auf lange Sicht eine signifikante Stagnation öffentlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland nicht zu erwarten. Das ist insbesondere auf die zunehmende Aktivität von ausländischen Staatsfonds in Deutschland² sowie auf einsetzende bzw. fortdauernde Konsolidierungsprozesse in ausgesuchten Wirtschaftssektoren³ zurückzuführen.⁴ Obwohl das Transaktionsvolumen im Jahr 2009 im Vergleich zu 2008 von 120 Mrd. EUR auf 79 Mrd. EUR gesunken ist, ist die Anzahl der Transaktionen mit Beteiligung deutscher Unternehmen im Jahr 2009 von 1239 auf 1249 sogar leicht gestiegen.⁵ Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass die Schaffung effizienter Institutionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle von zentraler Bedeutung für die betroffenen Volkswirtschaften ist. In diesem Zusammenhang nehmen öffentliche Unternehmensübernahmen mittlerweile auch in Europa eine besonders wichtige Stellung ein und zählen zu den umstrittensten und komplexesten Formen der Unternehmenskonzentration.

Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem am 1. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) erstmals Unternehmensübernahmen formalgesetzlich geregelt. Am 8. Juli 2006 erfolgte die Änderung des WpÜG durch das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004. Der nationale und europäische Gesetzgebungsprozess war von einem regen politischen und wissenschaft-

¹ Vgl. M&A International, M&A Monitor – Marktstudie zu Transaktionen mit deutscher Beteiligung, Gesamtjahr 2009, Februar 2010; ZEW, M&A Report Oktober 2009; FAZ vom 17. Juli 2009 „Das deutsche Beteiligungsgeschäft liegt danieder“.

² Vgl. FAZ vom 11. März 2010 „Staatsfonds erholt nach schweren Verlusten“; FAZ vom 15. Juli 2007 „Nur Staatsfonds als Käufer in Sicht“; Als konkrete Beispiele sind der Einstieg der Qatar Holding LLC bei Porsche und VW und die Beteiligung Abu Dhabis an Daimler zu nennen.

³ Vgl. Bezüglich dem Energie-, Dienstleistungs-, IT- und Bankensektor M&A International, M&A Monitor – Marktstudie zu Transaktionen mit deutscher Beteiligung, Gesamtjahr 2009, Februar 2010.

⁴ Vgl. Die Welt vom 28. August 2009 „Unternehmen rüsten sich für Übernahmeschlachten“.

⁵ M&A International, M&A Monitor – Marktstudie zu Transaktionen mit deutscher Beteiligung, Gesamtjahr 2009, Februar 2010.

lichen Diskurs begleitet. Zentraler Gegenstand dieses Diskurses war die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands während öffentlicher Übernahmeverfahren.

1.1 Problemstellung

Im Zentrum der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit den Verhaltenspflichten des Vorstands während öffentlicher Übernahmeverfahren steht sowohl aus juristischer als auch aus ökonomischer Perspektive der übernahmespezifische Interessenskonflikt, dem der Vorstand im Falle eines Übernahmeangebots ausgesetzt sein kann. In Anbetracht dieses Interessenkonflikts kann es zu einem Versagen der herkömmlichen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Kontrollmechanismen kommen. Um diesem Problem beizukommen, wurde eine Vielzahl von Ansätzen entwickelt, die Gegenstand hoch kontroverser Diskussionen sind. Die Ursache hierfür liegt in der Mehrschichtigkeit und Komplexität der Regelungsprobleme auf juristischer und ökonomischer Ebene sowie in der Verschränkung der juristischen und ökonomischen Dimension des Regelungskomplexes.

Aus juristischer Perspektive muss beachtet werden, dass die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens sowohl Bereiche des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts als auch des Kapitalmarktrechts betrifft. Daneben hat das Regelungsproblem durch die Bestrebungen der Europäischen Union, das Übernahmerecht auf europäischer Ebene zu harmonisieren, eine europarechtliche Dimension erhalten. Schließlich muss auch die kollisionsrechtliche Problematik bei intra-europäischen und transatlantischen Unternehmensübernahmen berücksichtigt werden.

Was das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht betrifft, so ist zunächst grundsätzlich zu klären, welchen Interessen der Vorstand überhaupt verpflichtet ist, und welche Rückschlüsse dies auf die Regulierung der Verhaltenspflichten während des Übernahmeverfahrens zulässt. Aus der kapitalmarktrechtlichen Perspektive geht es um die regulatorische Frage, auf welche Weise das Ziel eines funktionierenden Markts für Unternehmenskontrolle im Hinblick auf öffentliche Übernahmen zur Sicherung einer effizienten Ressourcenallokation erreicht, und ein internationales *level playing field* für Unternehmensübernahmen geschaffen werden kann. Im Zusammenhang mit dem Kapitalmarktrecht sind ökonomische Erwägungen bereits von großer Bedeutung. Im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht auf der einen und Kapitalmarktrecht auf der anderen Seite kann es hinsichtlich der Regelung der Verhaltenspflichten zu Konflikten kommen, weil beide Rechtsmaterien zum Teil unterschiedliche Ziele verfolgen. Der zeitliche begrenzte Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen ist ebenfalls mit Problemen verbunden. So ist zum einen zu beachten, dass öffentliche Unternehmensübernahmen infolge spezieller übernahmerechtlicher Regelun-

gen nicht gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration positiv diskriminiert werden. Zum anderen birgt der zeitlich begrenzte Anwendungsbereich Konfliktpotential im Hinblick auf unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Vorfeldregelungen, die auf dem internationalen Markt für Unternehmenskontrolle stark variieren können.

Aus ökonomischer Perspektive stellt sich die Frage, wie den Kontrollproblemen im Zusammenhang mit der Corporate Governance während des Übernahmeverfahrens zu begegnen ist. Durch eine konsequente ökonomische Herangehensweise an dieses Regelungsproblem kann verhindert werden, dass rechtspolitische Empfehlungen ausgesprochen werden, die ökonomisch schlecht haltbar sind. Ein solches Vorgehen ist schon deshalb geboten, weil die rechtswissenschaftliche Diskussion zu den Verhaltenspflichten des Vorstandes bereits mit Versatzstücken der ökonomischen Argumentation – insbesondere der Prinzipal-Agent Theorie - arbeitet.

Sollen Verteidigungsmaßnahmen möglich sein, so ist zu entscheiden, wem die entsprechende Kompetenz zugewiesen werden soll und wie die Kompetenzausübung auszugestalten ist. Als Kompetenzträger kommen sowohl die Organe des Zielunternehmens (Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung) als auch die Aktionäre, unabhängig von deren Hauptversammlungskompetenzen infrage.

Bei einer Kompetenzzuweisung an den Vorstand müsste dem übernahmespezifischen Interessenskonflikt mit entsprechenden Überwachungs- und Kontrollmechanismen begegnet werden, die möglicherweise hohe Agenturkosten zur Folge haben. Weniger kostenintensiv wäre die Einführung eines Anreizsystems, wie der modifizierten Business Judgment Rule, um opportunistischem Verhalten des Vorstands entgegenzuwirken.

Soll die Kompetenz dem Aufsichtsrat zugewiesen werden, so müsste gewährleistet sein, dass bei einem mitbestimmten Aufsichtsrat die Interessen der Anteilseigner ausreichend berücksichtigt werden. Nimmt der Aufsichtsrat die Rolle des Mittlers zwischen den Interessen von Anteilseignern und Management ein, so darf zudem nicht außer Acht gelassen werden, dass der Aufsichtsrat dem Unternehmensinteresse und nicht allein den Interessen der Anteilseigner verpflichtet ist. Daneben besteht die Gefahr einer Interessensverzahnung des Aufsichtsrats mit dem Vorstand. Ferner hat der Aufsichtsrat ebenfalls ein (abgeschwächtes) Eigeninteresse am Erhalt seiner Position im Unternehmen. Problematisch ist auch, dass die verbandsrechtlichen Kompetenzen des Aufsichtsrats im Hinblick auf mögliche Verteidigungsmaßnahmen eng begrenzt sind.

Wird die Kompetenz der Hauptversammlung übertragen, so entscheidet diese über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen in Form einer Kollektiventscheidung. Die Stimmrechtsausübung kann mit hohen Informationskosten verbunden

sein. Die Informationsbeschaffung für die Stimmrechtsausübung ist im Verhältnis zum geringen Gewicht der Stimmen von Kleinanlegern mit überproportional hohen Kosten verbunden. Aus diesem Grund haben Kleinanleger regelmäßig ein rationales Desinteresse, sich im Vorfeld der Hauptversammlung ausreichend zu informieren. Die meisten Kleinanleger werden deshalb den Anträgen des Managements folgen oder ihre Stimmrechte ohne Weisung durch institutionelle Stimmrechtsvertreter ausüben lassen. Für Großaktionäre stellen Trittbrettfahreneffekte einen negativen Anreiz zur optimalen Informationsverarbeitung im Hinblick auf die Hauptversammlung dar. Diese Besonderheiten der Kollektiventscheidung führen im Vergleich zu einer koordinierten Entscheidung zu einem suboptimalen Abstimmungsergebnis (sog. Problem des Kollektivhandelns).

Neben das Problem des Kollektivhandelns tritt bei Hauptversammlungsbeschlüssen das Problem der strategischen Wahl. So kann die Verwaltung die rationale Apathie der Aktionäre ausnutzen, und durch strategisches Verhalten Beschlüsse durchsetzen, die ihr einseitig zum Vorteil gereichen. Ein solches strategisches Verhalten ist insbesondere dann möglich, wenn Mitglieder der Verwaltung als Versammlungsleiter die Kontrolle über Reihenfolge und Modus der Abstimmung haben.

In Übernahmeszenarien tritt darüberhinaus das Problem auf, dass einem rechtzeitigen Beschluss der Hauptversammlung organisatorische oder rechtliche Gründe entgegenstehen können. Organisatorische Besonderheiten kann sich auch das Management bedienen, um auf die Anwesenheit der Aktionäre bei der Hauptversammlung Einfluss zu nehmen. Hohe Transaktionskosten, die mit der Teilnahme an der Hauptversammlung verbunden sind, können ebenfalls zu einem Fernbleiben der Aktionäre von der Hauptversammlung führen. Außerdem besteht bei Hauptversammlungsbeschlüssen stets eine Anfechtungsgefahr.

Bei einer Kompetenzübertragung auf die individuellen Aktionäre kommen ebenfalls die im Zusammenhang mit den überproportional hohen Informationskosten stehenden Probleme der Kollektiventscheidung zum Tragen. Außerdem muss beachtet werden, dass die Entscheidungskompetenz über die, zur Verteidigung tauglichen Maßnahmen häufig bei der Hauptversammlung liegt. Insofern besteht die Gefahr, dass es zu Friktionen mit der verbandsrechtlichen Kompetenzordnung kommt. Allerdings könnte durch eine Kompetenzübertragung auf die individuellen Aktionäre dem Problem des Kollektivhandelns flexibler begegnet werden. Eine Umgehung der organisatorischen Probleme in Verbindung mit der Hauptversammlung würde eine schnellere und konkretere Reaktion auf die aktuelle Übernahmesituation gewährleisten.

1.2 Untersuchungsziel

Das übergeordnete Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, ökonomische Gesichtspunkte konsequent in die Diskussion zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während öffentlichen Übernahmeverfahren zu integrieren. Aus wohlfahrtstheoretischer Perspektive müssen hierbei die ökonomischen Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle umfassend Berücksichtigung finden. Das Instrumentarium der Ökonomischen Theorie des Rechts dient im Rahmen der Untersuchungen zum einen der positiven Analyse der diskutierten Ansätze zur Regelung der Verhaltenspflichten sowie der bestehenden Regelungen nach der EU-Übernehmerichtlinie⁶ (ÜRL) und dem WpÜG. Der normativen Variante der Ökonomischen Theorie des Rechts kommt insbesondere bei der Entwicklung von Regelungsalternativen zu den bestehenden Vorschriften bezüglich der Verhaltenspflichten nach dem WpÜG Bedeutung zu.

Vor dem Hintergrund dieses übergeordneten Ziels verfolgt die Arbeit nach der umfassenden Darstellung der, mit der Regulierung des Verhaltens des Vorstands während des Übernahmeverfahrens verbundenen Regelungsprobleme aus juristischer und ökonomischer Perspektive zwei konkrete Ziele: die positive Wirkungsanalyse der bestehenden Regelungen nach der ÜRL und dem WpÜG sowie die Entwicklung einer Regelungsalternative auf nationaler Ebene.

1.3 Gang der Arbeit

Der erste Teil der Arbeit ist grundlegenden Ausführungen gewidmet. Dafür werden zunächst die methodischen Grundlagen der Ökonomischen Theorie des Rechts im Hinblick auf den positiven und normativen Forschungsansatz diskutiert, sowie auf die Theorien der Firma eingegangen. Daneben werden die ökonomischen Hintergründe zu öffentlichen Unternehmensübernahmen und dem Markt für Unternehmenskontrolle dargestellt. Schließlich befasst sich der erste Teil der Arbeit mit den übernahmespezifischen Interessenskonflikten, die bei den Akteuren auf Seiten des Zielunternehmens auftreten können.

Im zweiten Teil der Arbeit erfolgt die Identifizierung und detaillierte Untersuchung der juristischen und ökonomischen Regelungsprobleme die sich bei der Regulierung von Verhaltenspflichten des Vorstandes bei öffentlichen Unternehmensübernahmen stellen. Dabei wird zwischen den unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungsproblemen, den kapitalmarktrechtlichen Regelungsproblemen, den Regelungsproblemen, die im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht entstehen, sowie den ökonomischen

⁶ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl. EB Nr. L 142 vom 30.4.2004, S.12-23.

Regelungsproblemen unterschieden. Jeder Abschnitt beginnt mit einer grundlegenden Darstellung der wesentlichen regulatorischen bzw. ökonomischen Aspekte, vor deren Hintergrund die jeweiligen Regelungsprobleme zu untersuchen sind.

Im dritten Teil der Arbeit erfolgt die Wirkungsanalyse des § 33 und § 33 a WpÜG der ebenfalls grundlegende Ausführungen zu dem WpÜG und der ÜRL vorausgehen. Die Wirkungsanalyse selbst erfolgt getrennt nach § 33 und § 33 a WpÜG. Vor einer zusammenfassenden Gesamtbewertung der Vorschriften vor dem Hintergrund der Regelungsprobleme wird zudem untersucht, inwieweit die Wirkung beider Regelungen von flankierenden und ergänzenden Vorschriften des WpÜG beeinflusst wird.

Im vierten und letzten Teil der Arbeit wird schließlich eine Regelungsalternative zu den bestehenden Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstandes während öffentlicher Übernahmeverfahren nach dem WpÜG entwickelt und diskutiert. Das alternative Regelungskonzept ist an die modifizierte Business Judgment Rule für Unternehmensübernahmen aus den USA angelehnt. Bevor auf die konkrete Ausgestaltung der Regelungsalternative auf nationaler Ebene eingegangen wird, erfolgen zunächst kurze Darstellungen zum Ursprung und den ökonomischen Hintergründen des Konzepts der Business Judgment Rule, sowie dessen Umsetzung im deutschen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Anschließend wird das US-amerikanische Konzept vorgestellt und daraufhin untersucht, inwieweit es auf den europäischen und nationalen Rechtskreis übertragen werden kann. Bei der Entwicklung der konkreten Regelungskonzepts wird insbesondere auf die übernahmespezifischen Kontrollprobleme eingegangen, die bei der Anwendung des Konzepts der Business Judgment Rule auf die Verhaltenspflichten des Vorstandes während öffentlicher Übernahmeverfahren auftreten können. Nachdem das Konzept in seinen einzelnen Bestandteilen vorgestellt wurde, erfolgt ein Wirkungsvergleich desselben mit den bestehenden Regelungen des WpÜG vor dem Hintergrund der Regelungsprobleme. Im Anschluss an eine Darstellung spezifischer Umsetzungsfragen aus europäischer Perspektive, endet die Arbeit mit einem Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG.

2 Methodische Grundlagen

Die vorliegende Arbeit folgt dem Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts. Im nachfolgenden Abschnitt wird zunächst eine kurze dogmatische Einordnung der Ökonomischen Theorie des Rechts vorgenommen und deren Verhältnis zur Rechtswissenschaft diskutiert. Anschließend folgt eine Darstellung des

Forschungsprogramms der positiven und normativen Ökonomischen Theorie des Rechts.⁷ In einem letzten Schritt wird auf die wichtigsten Ansätze der Ökonomischen Theorie der Publikumsgesellschaft unter besonderer Berücksichtigung der Agenturtheorie eingegangen.

2.1 Die Ökonomische Theorie des Rechts als Subdisziplin der Ökonomik

Die Ökonomische Theorie des Rechts ist eine Subdisziplin der modernen Ökonomik.⁸ Die Ökonomik kann als diejenige Sozialwissenschaft verstanden werden, die Aussagen über Wahlentscheidungen von Akteuren im sozialen Kontext trifft.⁹ Die Ökonomik arbeitet auf der Grundlage dreier, als ökonomisches Paradigma bezeichneter Annahmen.¹⁰ Die erste Annahme betrifft die Nichtsättigung der menschlichen Bedürfnisse (Ressourcenknappheit), die zweite die Maxime der Nichtverschwendung von Ressourcen (Rationalitätsprinzip) und die dritte den Eigennutz der Wirtschaftssubjekte (Eigennutztheorem).¹¹ Im Gegensatz zur Ökonomie, die das tatsächliche Wirtschaften real existierender Akteure zum Gegenstand hat, geht es der Ökonomik um die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Wirtschaften der Menschen.¹² Die neoklassizistische WirtschaftsTheorie erfährt durch die moderne Ökonomik eine Erweiterung ihres Erkenntnisgegenstandes über die Untersuchung von Marktgeschehen hinaus.¹³ Mit dem Werkzeug der modernen Ökonomik können so beispielsweise auch Wahlentscheidungen im Bereich der Politik und des Rechts untersucht und damit nichtmarktliche Transaktionen erfasst werden.¹⁴ Der Bereich der Ökonomik, der sich mit Fragestellung aus dem Bereich der Rechtswissenschaft befasst wird als Ökonomische Theorie des Rechts bezeichnet.

⁷ Die Ausführungen zu den methodischen Grundlagen der Ökonomischen Theorie des Rechts beschränken sich auf einen schemenhaften Überblick; für eine umfassendere Darstellung vgl. *Kirchner* (1997), S.5ff.

⁸ Vgl. *Coppik* (2007), S.32; *Kirchner* (1997), S.29; *Eidenmüller* (2005), S.21; *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.1.

⁹ Vgl. *Kirchner* (1997), S.7; unter stärkerer Betonung des Knappheitsproblems: *Homann/Suchanek* (2005), S.3f.; *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.2, *Aaken* (2003), S.27, *Behrens* (1986), S.21.

¹⁰ Vgl. *Behrens* (1986), S.30.

¹¹ Vgl. *Behrens* (1986), S.30; *Kirchner* (1988), S.192ff.

¹² Vgl. *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.1.

¹³ Vgl. *Kirchner* (1997), S.7 und 11; *Kirchgässner* (1988), S.128ff.

¹⁴ Vgl. *Kirchner* (1997), S.7; *Voigt* (2002), S.26f.

Bei der Untersuchung der Wahlentscheidungen von Akteuren befasst sich die Ökonomik mit zwei unterschiedlichen Fragestellungen: Dem positiven Forschungsansatz geht es um die Prognose und Erklärung des Entscheidungsverhaltens der Akteure. Mit dem normativen Forschungsansatz können Zustände und Veränderungen auf der Grundlage eines vorher definierten Kriteriums bewertet werden.¹⁵ Dieses zweistufige Vorgehen der Ökonomik setzt sich auch in der Ökonomischen Theorie des Rechts fort, und so kann diese, unter Zuhilfenahme des mikroökonomischen Analyseinstrumentariums, zweierlei leisten: Zunächst vermag sie die realen Folgen einzelner rechtlicher Regeln zu analysieren. Unter Inkorporation der gewonnen Analyseergebnisse kann die Ökonomische Theorie des Rechts in einem zweiten Schritt, die Folgen von rechtlichen Regelungen aus wohlfahrtsökonomischer oder konsenstheoretischer Sicht bewerten.¹⁶

2.2 Zum Verhältnis der Ökonomischen Theorie des Rechts zur Rechtswissenschaft

Indem sich die Ökonomik in Gestalt der Ökonomischen Theorie des Rechts Fragestellungen der Rechtswissenschaften annimmt, sieht sie sich dem Vorwurf ausgesetzt, eine imperialistische Wissenschaft zu sein.¹⁷ Die Ressentiments der Rechtswissenschaft gegenüber der Ökonomischen Theorie des Rechts sind in erster Linie auf wichtige Unterschiede zurückzuführen, von denen die Perspektive der jeweiligen Wissenschaft bestimmt ist. Während die Arbeit der Ökonomen auf einem ex-ante Ansatz aufbaut, unterliegt der Arbeit der Rechtswissenschaftler eine ex-post Betrachtung. Ökonomen sind darum bemüht, ein Anreizsystem zu finden, das in der Zukunft, bei einer unbestimmten Vielzahl von Fällen, zu einem optimalen Ergebnis führt. Juristen hingegen haben üblicherweise in der Vergangenheit liegende, konkrete Fälle zu lösen.¹⁸

Von Seiten der Rechtswissenschaft wird an der Methodik der Ökonomischen Theorie des Rechts kritisiert, sie versuche mit vereinfachten Modellen auf der Basis schwer überprüfbarer Prämissen das Recht zu erklären bzw. rechtspolitische Konsequenzen abzuleiten.¹⁹ Diese Kritik übersieht jedoch, dass die Abstraktheit

¹⁵ Vgl. *Eidenmüller* (2005), S.21.

¹⁶ Vgl. *Aaken* (2003), S.40; *Voigt* (2002), S.251ff.; *Eidenmüller* (2005), S.5; zu dem Referenzmaßstab der ökonomischen Theorie des Rechts Gliederungspunkte 2.3.2.2 und 2.3.2.3.

¹⁷ Vgl. zu diesem Streit *Kirchgässner* (1988), S.128; *Kirchner* (1997), S.12; *Schäfer/Ott* (1988), S.213ff.; umfassend zu dem Verhältnis der Ökonomischen Theorie des Rechts zu der Rechtswissenschaft, *Lieth* (2007).

¹⁸ Vgl. *Reul* (1991b), S.124.

¹⁹ Vgl. *Reul* (1991b), S.125.

bzw. Realitätsfremdheit eines Modells noch kein Beweis für die Unrichtigkeit seiner Aussagen ist. Deshalb dürfen die Ergebnisse der Ökonomischen Theorie nicht dadurch angegriffen werden, indem ihre Prämissen in Zweifel gezogen werden. Der Beitrag der Ökonomischen Theorie des Rechts zur Rechtswissenschaft ist vielmehr daran zu messen, ob sich ihre Ergebnisse, die notwendigerweise auf vereinfachten Annahmen beruhen, falsifizieren lassen oder nicht.²⁰ Ebenso wenig kann man ein Modell dadurch widerlegen, dass man Fälle aufzählt, in denen bestimmte Prämissen nicht gegeben sind. Es ist zwar richtig, dass bestimmte Ansätze der Ökonomischen Theorie des Rechts gewisse soziale, distributive sowie fachfremde Aspekte ausklammern, jedoch ist es durchaus möglich, die Ökonomische Theorie des Rechts in gewissen Punkten, wie beispielsweise den Annahmen des Verhaltensmodells oder dem Effizienzkriterium, zu modifizieren bzw. zu korrigieren.²¹

Ein wichtiger Aspekt, der für die Versöhnung beider Disziplinen beitragen kann, ist, dass sich die Ökonomische Theorie des Rechts nicht als Gegenmodell zur herkömmlichen rechtswissenschaftlichen Methodik versteht und auch nicht darauf abzielt, deren Wertungsprinzipien zu suspendieren. Sie verfolgt vielmehr den Anspruch, die Rechtswissenschaft unter Rückgriff auf das wirtschaftswissenschaftliche Instrumentarium zu ergänzen.²² Wird die Ökonomische Theorie des Rechts unter diesem Gesichtspunkt als Teildisziplin der Rechtswissenschaft verstanden, so bietet sie ein Instrumentarium, auf das in den Fällen zurückgegriffen werden kann, in denen die Rechtswissenschaft von den modellbasierten Erkenntnissen aus der ex-ante Perspektive profitieren kann. Dies wird insbesondere im Zusammenhang mit rechtspolitischen Fragen der Fall sein, bei denen Entscheidungen über die Regulierung einer unbestimmten Zahl von in der Zukunft liegenden Fällen getroffen werden müssen.

2.3 Das Forschungsprogramm der Ökonomischen Theorie des Rechts

Nachfolgend wird ein Überblick über das Forschungsprogramm der Ökonomischen Theorie des Rechts gegeben. Zunächst werden die positive und die normative Ökonomische Theorie des Rechts vorgestellt. Dabei wird sowohl auf den Gegenstandsbereich als auch auf grundlegenden Annahmen der Theorien eingegangen. Zudem wird der Wertbeitrag der jeweiligen Theorie zu der Rechtswissenschaft, unter kritischer Würdigung der entsprechenden Grundannahmen,

²⁰ Vgl. *Reul* (1991b), S.125f.

²¹ Vgl. *Reul* (1991b), S.126; zu Möglichkeiten der Modifikation Gliederungspunkt 2.3.1.3 und 2.3.2.

²² Vgl. *Aaken* (2003), S.150; *Coppik* (2007), S.25; *Kirchner* (1997), S.31.

diskutiert. Anschließend erfolgt die Abgrenzung der formalen von der nichtformalen Ökonomischen Theorie des Rechts.

2.3.1 Der positive Forschungsansatz

In den nachstehenden Abschnitten erfolgt zunächst eine schemenhafte Darstellung des Gegenstandsbereichs des positiven Forschungsansatzes der Ökonomischen Theorie des Rechts. Danach wird das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik vorgestellt. In einem letzten Schritt sollen einzelne Aspekte und Grundannahmen des ökonomischen Verhaltensmodells kritisch gewürdigt werden.

2.3.1.1 Gegenstandsbereich

Das Recht ist ein Instrument, das Restriktionen und Anreize hinsichtlich der Wahlentscheidungen von Akteuren schafft. Rechtliche Regelungen können also das Handlungsfeld von Akteuren mitbestimmen. Eine faktische Regelungswirkung vorausgesetzt, schlagen sich Änderungen rechtlicher Regelungen als Änderung des Handlungsfelds der Normadressaten nieder.²³ Vom positiven Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts wird anhand einer mikroökonomischen Analyse der Einfluss der Änderung einer unabhängigen Variablen - nämlich des Regimes von Restriktionen und Anreizen - auf eine abhängige Variable- das Verhalten untersucht. Es wird gefragt, wie sich bei, als konstant angenommenen Präferenzen, eine bestimmte abhängige Variable in Reaktion auf Veränderungen von unabhängigen Variablen ändert.²⁴ Betrachtet wird also die verhaltenssteuernde Wirkung von Rechtsnormen, denen der Normadressat rational und nutzenmaximierend gegenübertritt.²⁵ Gegenstandsbereich des positiven Forschungsansatzes sind folglich rechtliche Regelungen und die damit bewirkten Änderungen des Handlungsumfelds der Normadressaten. Insoweit kommt dem positiven Forschungsansatz eine deskriptiv-analytische Funktion zu.²⁶ In diesem Zusammenhang kann kurz von der Faktizität des Rechts als Untersuchungsgegenstand der positiven Theorie gesprochen werden.²⁷ Für die moderne Ökonomische Theorie des Rechts ist im Rahmen des positiven Forschungsansatzes insbesondere die Untersuchung von Transaktionskosten, externen Effekten und ex-post Oppor-

²³ Vgl. *Kirchner* (1997), S.7.

²⁴ Vgl. *Kirchner* (1997), S.8f.

²⁵ Vgl. *Eidenmüller* (2005), S.34; zum ökonomischen Verhaltensmodell Gliederungspunkt 2.3.1.2.

²⁶ Vgl. *Kirchner* (1997), S.8.

²⁷ Vgl. *Aaken* (2003), S.39.

tunismus von Interesse.²⁸ Mit dem positiven Forschungsansatz vermag die Ökonomische Theorie des Rechts Entscheidungsträgern aus Politik und Rechtssprechung das erforderliche Handlungswissen für ihre rechtspolitischen Entscheidungen zur Verfügung zu stellen.²⁹

2.3.1.2 Das ökonomische Verhaltensmodell i.S.d. Neuen Institutionenökonomik

Um menschliches Verhalten mit dem Instrumentarium des positiven Forschungsansatzes erklären und prognostizieren zu können, bedarf es eines Verhaltensmodells. In der vorliegenden Arbeit soll hierfür auf das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik zurückgegriffen werden. Die Neue Institutionenökonomik baut auf den Grundannahmen der Neoklassik auf. Diese sind die Ressourcenknappheit, das Rationalitätsprinzip und das Eigennutztheorem. Diese Grundannahmen werden durch die Neue Institutionenökonomik jedoch in zentralen Punkten modifiziert und erweitert.³⁰

Sein Fundament findet das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik, ebenso wie die neoklassische Mikroökonomik in dem Konzept des methodologischen Individualismus. Danach sind handelnde Akteure jeweils die Individuen mit ihren unterschiedlichen und vielfältigen Präferenzen und nicht Kollektive wie Staaten, Unternehmen oder deren Organe. Kollektive Entscheidungen kommen demnach durch das Zusammenwirken individueller Akteure zustande.³¹ Neben dem methodologischen Individualismus zeichnet die Neue Institutionenökonomik die Abwendung von dem Konzept des totalen Konkurrenzgleichgewichtes der Neoklassik aus. Dies hat zur Folge, dass die Existenz von Transaktionskosten berücksichtigt³² und infolgedessen die Annahme vollständiger Information aufgegeben werden muss.³³ Allgemein sind unter Transaktionskosten Such- und Informationskosten, Verhandlungs- und Entscheidungskosten sowie Überwachungs- und

²⁸ Vgl. *Kirchner* (2005), S.190; zur Darstellung der drei Phänomene Transaktionskosten, externe Effekte und ex-post Opportunismus im Zusammenhang mit der Ökonomische Theorie der Publikums-gesellschaft Gliederungspunkt 2.4.

²⁹ Vgl. *Kirchner* (1997), S.8f.

³⁰ Vgl. *Voigt* (2002), S.26; für eine detaillierte Darstellung zur Entwicklung des Verhaltensmodells der Neuen Institutionenökonomik in Abgrenzung zum neoklassischen Verhaltensmodell *Voigt* (2002), S.26ff.; *Richter/Furubotn* (2003), S.33ff.; *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.43ff.

³¹ Vgl. *Richter/Furubotn* (2003), S.3; *Kirchner* (1997), S.13

³² Vgl. *Eidenmüller* (2007), S.46ff.; *Voigt* (2002), S.30f.

³³ Vgl. *Feldmann* (1995), S.45; *Kirchner* (1997), S.11; *Richter/Furubotn* (2003), S.4.

Durchsetzungskosten zu verstehen.³⁴ Durch die Abwendung von dem Konzept des vollständigen Konkurrenzgleichgewichtes kommt es zu Modifikationen des Rationalitätsannahme.³⁵ Zudem führt die Berücksichtigung von Transaktionskosten dazu, dass Akteure im Modell die Kosten für die Schaffung, das Betreiben und die Einhaltung von Regeln antizipieren und in ihre Entscheidungen mit einfließen lassen. Schließlich muss beachtet werden, dass transaktionskostenbedingte Informationsasymmetrien Akteure zu opportunistischem Verhalten verleiten.³⁶ Diese Modifikationen des Verhaltensmodells haben grundlegende Auswirkungen auf die Analyseergebnisse. Ausgehend von dem Konzept des methodologischen Individualismus werden nachfolgend die zentralen Annahmen des Verhaltensmodells der Neuen Institutionenökonomik kurz beschrieben.

2.3.1.2.1 Ressourcenknappheit

Wie bereits oben angedeutet wurde, geht es in der Ökonomik und der Ökonomischen Theorie des Rechts im Speziellen um die Untersuchung menschlichen Verhaltens im regelmäßig von Knappheit geprägten sozialen Kontext.³⁷ In der Ökonomik wird angenommen, dass die menschlichen Bedürfnisse prinzipiell grenzenlos sind.³⁸ Die zur Bedürfnisbefriedigung erforderlichen Ressourcen stehen indes nicht in unbegrenztem Maße zur Verfügung. Die Folge ist ein Zustand, in dem die Gesamtheit der Ressourcen, die den Menschen zur Befriedigung seiner Bedürfnisse benötigt, die Gesamtheit der tatsächlich zur Verfügung stehenden Ressourcen übersteigt. Dieser Zustand wird als Ressourcenknappheit bezeichnet. Die Ressourcenknappheit zwingt Individuen zu wirtschaften, also im Hinblick auf das Knappheitsproblem Wahlhandlungen vorzunehmen und zu entscheiden, welche Zwecke mit welchen Mitteln verfolgt werden sollen.³⁹

2.3.1.2.2 Eigennutztheorem

Nach dem Eigennutztheorem verfolgen Individuen ihre eigenen Interessen und versuchen, ihren eigenen Nutzen unter den Nebenbedingungen zu maximieren, welche durch die bestehende institutionelle Ordnung vorgegeben sind.⁴⁰ Neben

³⁴ Vgl. Voigt (2002), S.31; Richter/Furubotn (2003), S.35.

³⁵ Vgl. Gliederungspunkt Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden..

³⁶ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.2.4.

³⁷ Vgl. Gliederungspunkt 2.1.

³⁸ Vgl. Behrens (1986), S.31.

³⁹ Vgl. Behrens (1986), S.31; Kirchner (1997), S.12f.

⁴⁰ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.3.

den Handlungsrestriktionen hängt die Frage, welche Handlungsalternative nutzenmaximierend ist, auch von den Präferenzen des jeweiligen Akteurs ab.⁴¹ Damit wird die Qualität der Aussagen, die über die Wirkungsweise einer Rechtsänderung im Hinblick auf eine bestimmte Gruppe von Normadressaten getroffen werden, dadurch bedingt, wie präzise im Modell die spezifischen Präferenzen der Akteure bestimmt werden können.⁴² Dabei gilt der Grundsatz der Präferenzautonomie. Die Präferenzen sollen demnach nicht normativ, anhand von moralischen Wertvorstellungen, sondern anhand der faktischen subjektiven Vorstellungen der einzelnen Akteure bestimmt werden.⁴³ Da das Konzept des methodologischen Individualismus keine kollektiven Nutzenvorstellungen anerkennt, solange diese nicht aus den Nutzenvorstellungen der Individuen hervorgehen,⁴⁴ kann die Präferenzordnung entsprechend dem Analysegegenstand und den Normadressaten variieren. Wichtig ist bei der Bestimmung der Präferenzen, dass sich diese in der Modellwelt der Neuen Institutionenökonomik keineswegs nur auf monetäre oder sonstige materialistische Aspekte beschränken.⁴⁵ Dass die Akteure auch im Modell als soziale Wesen zu verstehen sind, die bei ihren Wahlhandlungen auch von ihrem sozialen Milieu und ihren Beziehungen zu anderen beeinflusst werden, ist in der Neuen Institutionenökonomik anerkannt.⁴⁶ Deshalb können auch altruistische und soziale Motivationen in die Struktur der Analyse zugrundeliegenden Präferenzordnung berücksichtigt werden, wenn dies nach dem Analysegegenstand geboten erscheint. Eigennützigkeit darf folglich nicht mit Egoismus verwechselt werden.⁴⁷

2.3.1.2.3 Unvollständige Information und Rationalverhalten

Die Annahme des Rationalverhaltens i.S.d. Neoklassik geht von völlig rationalen Individuen als Akteure aus. Diese Akteure besitzen die Fähigkeit, alles vorherzusehen, was geschehen könnte, sie können Handlungsalternativen gegeneinander abwägen und entscheiden sich zwischen den gegebenen Optionen ohne zeitliche Verzögerung und ohne Kostenaufwand.⁴⁸ Durch die Einführung von Transaktionskosten durch die Neue Institutionenökonomik hat dieses Rationalitätskonzept eine grundlegende Änderung erfahren. Die Existenz von Transaktionskosten

⁴¹ Vgl. Eidenmüller (2005), S.31.

⁴² Vgl. Kirchner (1997), S.19.

⁴³ Vgl. Eidenmüller (2005), S.325.

⁴⁴ Vgl. Behrens (1986), S.35.

⁴⁵ Vgl. Voigt (2002), S.27.

⁴⁶ Vgl. Ruffner (2000), S.67; Musgrave (1966), S.13.

⁴⁷ Vgl. Behrens (1986), S.35.

⁴⁸ Vgl. Kreps (1990), S.745.

zwingt zu der Annahme, dass die Akteure nicht mehr auf der Grundlage vollständiger Informationen alle entscheidungsrelevanten Faktoren erkennen und vorhersehen können. Der unbegrenzte Erwerb von Informationen und deren Verarbeitung sind mit einem zu hohen Kostenaufwand verbunden.⁴⁹ Im Hinblick auf zukünftige Entwicklungen ist die Informationsbeschaffung schlicht unmöglich.⁵⁰ Neben die transaktionskostenbedingte Unvollständigkeit von Informationen tritt die Tatsache, dass die Akteure nur über beschränkte kognitive Fähigkeiten verfügen und folglich auch jenseits des Kostenaufwandes für die Informationsbeschaffung nicht zu einer vollständigen Verarbeitung und Verwertung des zur Verfügung stehenden Datenmaterials fähig sind.⁵¹ Entscheidungen werden also unter Unsicherheit getroffen und sind damit nicht mehr objektiv rational, sondern lediglich rational aus der Sicht des handelnden Akteurs. Somit kann, im Unterschied zu der Annahme vollkommener Rationalität nach der Neoklassik, im Zusammenhang mit der Neuen Institutionenökonomik nur noch von eingeschränkter Rationalität gesprochen werden.⁵²

2.3.1.2.4 Opportunistisches Verhalten

Die Annahme unvollständiger Informationen führt in der Verbindung mit dem Eigennutztheorem und dem Rationalverhalten zu einer weiteren zentralen Annahme für das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik. Ausgehend von dem wirtschaftstheoretischen Verständnis der Akteure als *resourceful, evaluating, maximizing man* (REMM),⁵³ ist zu erwarten, dass Informationsdefizite anderer von Akteuren zu ihrem Vorteil ausgenutzt werden, wenn diese davon ausgehen können, dass das Verhalten unentdeckt und/oder sanktionsfrei bleibt. Mögliche Konsequenzen sind, dass Akteure beispielsweise ihre Präferenzen verbergen, Daten verfälschen oder die Unwahrheit sagen, solange mit einem solchen Verhalten die Mehrung des individuellen Nutzens verbunden ist.⁵⁴ Diese Verfolgung des Eigeninteresses unter Zuhilfenahme von List wird als opportunistisches Verhalten bezeichnet.⁵⁵

⁴⁹ Vgl. *Kirchner* (1997), S.14.

⁵⁰ Vgl. *Kreps* (1990), S.744; *Richter/Furubotn* (2003), S.4.

⁵¹ Vgl. zu dem Konzept der *bounded rationality* als Folge beschränkter kognitiver Fähigkeiten *Ruffner* (2000), S.61; *Richter/Furubotn* (2003), S.4.

⁵² Vgl. *Kirchner* (1994), S.37ff.; *Kirchner* (1997), S.14.

⁵³ Vgl. zu dem Model des REMM *Brunner/Meckling* (1977), S.71.

⁵⁴ Vgl. *Gravelle/Rees* (1992), S.177.

⁵⁵ Vgl. *Kreps* (1990), S.744; *Richter/Furubotn* (2003), S.5.

2.3.1.2.5 Antizipierte Transaktionskosten

Werden Transaktionskosten in die Modellwelt der Ökonomik aufgenommen, so muss berücksichtigt werden, dass deren Existenz unmittelbare Auswirkungen auf das Entscheidungsverhalten der Akteure hat. Eigennutzorientiert und rational handelnde Akteure werden auch die Existenz von anderen Transaktionskosten als Informations- und Suchkosten antizipieren und versuchen diese möglichst gering zu halten. Damit werden Transaktionskosten zu nicht-institutionellen Handlungsrestriktionen, die im Rahmen des Verhaltensmodells, welches der Prognose des Entscheidungsverhaltens zugrunde liegt, beachtet werden müssen.

2.3.1.3 Kritik am Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik

Das soeben beschriebene Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik wird in der Literatur in unterschiedlichen Punkten kritisiert. Gegenstand der Kritik ist die Modellhaftigkeit und Realitätsferne des Verhaltensmodells und das damit beschriebene verkürzte Menschenbild des *homo oeconomicus*. Die Kritik setzt insbesondere an den beschränkten kognitiven Fähigkeiten der Akteure an und stellt das von dem Eigennutztheorem beschriebene Konzept des Maximanden infrage.⁵⁶ Die Annahme des Rationalverhaltens erfährt unter Berufung auf empirische Erkenntnisse zu Verhaltensweisen von Menschen insbesondere Kritik aus dem Feld des verhaltenswissenschaftlichen Ansatzes der Ökonomik.⁵⁷ Die einzelnen Kritikpunkte an dem Verhaltensmodell werden nachfolgend beleuchtet.

2.3.1.3.1 Kritik am Modell des *homo oeconomicus*

Die Kritik an dem modellhaften Menschenbild der Neuen Institutionenökonomik von Seiten der Rechtswissenschaften betrifft vor allem den Fall, in dem normative Aussagen auf der Grundlage von Erkenntnissen getroffen werden, die unter Anwendung des ökonomischen Verhaltensmodells gewonnen wurden.⁵⁸ In diesem Zusammenhang wird insbesondere angeführt, der REMM sei nicht der Mensch eines verfassungsgestaltenden Privatrechts in einer offenen Gesellschaft der Grundrechtsdemokratie,⁵⁹ und eine Rechtsplanung nach dem ökonomischen Kalkül führe das Recht in die Irre.⁶⁰ Dieser Einwand muss so verstanden werden, dass

⁵⁶ Vgl. Aaken (2003), S.82; Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.7.

⁵⁷ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.63ff.; Kirchner (1997), S.14.

⁵⁸ Vgl. zur detaillierten Darstellung des Problems Aaken (2003), S.40; Kirchner (1997), S.14; Behrens (1986), S.40.

⁵⁹ Vgl. Fezer (1986), S.822.

⁶⁰ Vgl. Fezer (1988), S.223.

Rechtsänderungen, die sich an Verhaltensprognosen des positiven Forschungsansatzes orientieren, dazu führen, dass die Menschen ihr Verhalten entsprechend dem ökonomischen Kalkül hinter den Rechtsänderungen anpassen werden, anstatt dieses an den Wertungen der Verfassung auszurichten.⁶¹ Die Gefahr wird darin gesehen, dass, wenn Entscheidungen nach dem Ansatz des sogenannten Konsequentialismus,⁶² also unter Berücksichtigung der Folgen dieser Entscheidung getroffen werden und sich die Folgeprognosen an dem Modell des *homo oeconomicus* orientieren, kein Platz mehr für die moralische Komponente im Recht bleibt, die der Verwirklichung der Wertordnung der Verfassung dient.⁶³

Eine solche Sichtweise verkennet jedoch, dass es der Ökonomischen Theorie des Rechts mit dem Rückgriff auf das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik nicht darum geht, die Menschen dazu zu bewegen, sich dem Verhaltensmodell anzupassen. Um zu gewährleisten, dass gesetzgeberische Ziele effizient umgesetzt werden können, interessiert sich die Ökonomische Theorie des Rechts vielmehr dafür, wie sich Menschen tatsächlich verhalten und bedient sich keines optimistisch gefärbten Wunschbildes des Menschen.⁶⁴ Dieses Bestreben der Ökonomischen Theorie des Rechts schließt natürlich nicht aus, dass eine moralische Komponente, wie beispielsweise die Signalisierung eines höheren Unrechtgehalts im Strafrecht, als Bestandteil der Präferenzen der Normadressaten in die Verhaltensprognose mit einfließt.⁶⁵ Darüberhinaus muss beachtet werden, dass, wenn von dem „tatsächlichen“ Verhalten der Menschen die Rede ist, nicht vergessen werden darf, dass es sich bei dem *homo oeconomicus* um ein Modell handelt, dessen Verwendung in der Ökonomischen Theorie heuristisch gerechtfertigt wird.⁶⁶ Durch den Rückgriff auf ein modellhaftes aber an die Realität angenähertes Menschenbild, soll vermieden werden, dass Rechtsänderungen durch fehlerhafte Prognosen ihre Wirkung verfehlen. Selbstverständlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich Menschen aus reiner Rechtstreue an Gesetze halten, jedoch wird angenommen, dass in den meisten Fällen das eigennützige Verhalten überwiegt.⁶⁷ Davon ausgehend versucht die Ökonomische Theorie des Rechts auf der Grundlage der Erkenntnisse des positiven Forschungsansatzes anreizkompatible Regelungen zu schaffen, die gewährleisten, dass sich Individuen auch jenseits moralischer

⁶¹ Vgl. Eidenmüller (2005), S.37.

⁶² Vgl. zum Konsequentialismus Kirchner (1997), S.30; Schäfer/Ott (2000), S.2.

⁶³ Vgl. Fezer (1988), S.224.

⁶⁴ Vgl. Ruffner (2000), S.67; Eidenmüller (2005), S.37.

⁶⁵ Vgl. Kirchner (1997), S.17.

⁶⁶ Vgl. Aaken (2003), S.29ff.

⁶⁷ Vgl. Blankart (2001), S.10.

Motivation in einer Weise verhalten, die zu möglichst vernünftigen gesellschaftlichen Ergebnissen und letztlich auch zu der Verwirklichung der verfassungsgegebenen Werteordnung führt.⁶⁸

2.3.1.3.2 Kritik am Konzept des Maximanden: Das *satisficing* Modell

Ausgangspunkt der Kritik an dem Konzept des Maximanden ist die Erkenntnis, dass Akteure über beschränkte kognitive Fähigkeiten verfügen und deshalb nicht in der Lage sind, während des Entscheidungsprozesses alle denkbaren Alternativen wahrzunehmen, alle Konsequenzen denkbarer Alternativen abzuschätzen und eine vollständige und konsistente Bewertung möglicher Ergebnisse vorzunehmen.⁶⁹ Diesem Umstand passen sich die Individuen an, indem sie nicht mehr maximieren, sondern im Rahmen ihrer beschränkten Möglichkeiten versuchen, durch Such- und Entscheidungsverfahren zu lediglich befriedigenden Lösungen zu gelangen.⁷⁰ Nur wenn ein bestimmtes Anspruchsniveau unterschritten wird, beginnen die Individuen mit der Suche nach alternativen Handlungsmöglichkeiten.⁷¹ Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Grad des Strebens nach Nutzenmaximierung mit dem Grad der Transparenz der Entscheidungssituation und den Kosten für suboptimale Entscheidungen wächst. Anreize zu maximierendem Verhalten sind beispielsweise auf Kapitalmärkten besonders hoch.⁷² Auf der Grundlage dieser Überlegungen wurde das *satisficing* Modell entwickelt, in dem das Konzept des Maximanden aufgegeben und durch das des *satisficing man* ersetzt wird.⁷³

Dem *satisficing*-Modell ist zugute zu halten, dass es einen Ansatz bietet, mit dessen Hilfe das ökonomische Verhaltensmodell den realen Verhaltensweisen von Menschen angenähert werden kann. Es darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass die Qualität von Prognosen nicht allein von dem Genauigkeitsgrad der ihnen zugrunde liegenden Annahmen abhängt. Auch die Praktikabilität des verwendeten Modells wirkt sich auf die Qualität des Prognoseergebnisses aus.⁷⁴ Dem Anliegen der dargestellten Kritik, ein realistischeres Verhaltensmodell zu entwerfen, kann dem Argument begegnet werden, dass die Güte des verwendeten

⁶⁸ Vgl. Ruffner (2000), S.67f.; Eidenmüller (2005), S.37.

⁶⁹ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.7 m.w.N.

⁷⁰ Vgl. Aaken (2003), S.82 Fn.318.

⁷¹ Vgl. Voigt (2002), S.30.

⁷² Vgl. Ruffner (2000), S.62; Kirchgässner (1991), S.32; so zu verstehen auch Schäfer/Ott (2000), S.63.

⁷³ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.7.

⁷⁴ Vgl. Aaken (2003), S.33; Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.11.

Verhaltensmodells nicht anhand der Realitätsnähe, sondern anhand der Aussagekraft der abgeleiteten Hypothesen bestimmt werden sollte.⁷⁵ Mit der Integration des *satisficing*-Modells müsste die Bestimmung des Anspruchsniveaus der untersuchten Gruppe von Normadressaten neben die Bestimmung der jeweiligen gruppenspezifischen Prämissen treten. Eine entsprechende detaillierte Anleitung zur Integration des *satisficing*-Modells konnte bisher nicht entwickelt werden.⁷⁶ Auch fehlt es an verwertbaren empirischen Erkenntnissen. Die Umsetzung des *satisficing*-Modells würde folglich einen erheblichen Zuwachs an Komplexität mit sich bringen, was die Praktikabilität des gesamten Verhaltensmodells und damit auch die Prognoseergebnisse beeinträchtigen würde. Solange das Modell des *homo oeconomicus* gute Ergebnisse liefert, besteht somit keine Grund dieses zu verwerfen.⁷⁷

2.3.1.3.3 Kritik auf der Grundlage empirischer Erkenntnisse

Auf der Grundlage empirischer Erkenntnisse wurde aufgezeigt, dass Akteure über das beschränkt rationale Verhalten hinaus, systematisch, also nicht zufällig aufgrund individueller Besonderheiten, sondern stets in gleichförmiger Weise von der Rationalitätsannahme der Neuen Institutionenökonomik abweichen.⁷⁸ Die Forschungsrichtung, die sich mit der Systematisierung der empirischen Erkenntnisse zu Verhaltensanomalien in Bezug auf das ökonomische Verhaltensmodell befasst, ist die Verhaltensökonomik (*behavioral economics*).⁷⁹

Für die auch als *bias* bezeichneten Verhaltensanomalien seien nachfolgend einige Beispiele genannt.⁸⁰ Nach der Prospekttheorie tendieren Investoren dazu, Verluste glattzustellen und Gewinne zu früh zu veräußern. Nachgewiesen wurde ferner, dass Menschen zu einem übertriebenen Vertrauen in ihre Einsichts- und Problemlösungsfähigkeiten neigen (Selbstüberschätzungsanomalie), und im Nachhinein die Wahrscheinlichkeit, mit der sie ein Ergebnis vorhergesagt hätten, erheblich überschätzen, wenn sie das Ergebnis zum Zeitpunkt der Einschätzung bereits kannten (*hindsight bias*). Mit *anchoring* und *adjusting* wird eine Verhal-

⁷⁵ Vgl. Friedman (1953), S.3ff.; kritisch hierzu Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.10f.

⁷⁶ Vgl. Aaken (2003), S.2 Fn.318; Schäfer/Ott (2000), S.63.

⁷⁷ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.11.

⁷⁸ Vgl. Aaken (2003), S.82.

⁷⁹ Vgl. zur grundlegenden Darstellung des Ansatzes der *behavioral economics*, Jolls/Sunstein/Thaler (1998), S.1471ff.; Kahneman/Tversky (1986), S.251ff.

⁸⁰ Einen umfassenden Überblick zu den einzelnen Formen der Verhaltensanomalien bieten Schäfer/Ott (2000), S.63ff.

tensanomalie bezeichnet, nach der selbst vorgegebene Richtwerte ein Endurteil stärker beeinflussen als von außen hinzutretende Informationen. Daneben besteht die Neigung, neue Informationen, die einen frischen Eindruck hinterlassen haben stärker zu gewichten, da diese schneller und leichter verfügbar sind (*availability bias*). Nach der Opportunitätskostenanomalie werden häufig solche Kosten, die zu unmittelbaren Geldabflüssen führen, höher als andere Opportunitätskosten beurteilt.

Die Verhaltensökonomik leitet aus ihren Erkenntnissen nicht die Forderung ab, die Rationalitätsannahme des ökonomischen Verhaltensmodells aufzugeben. Im Hinblick auf die bereits oben angesprochene Gefahr, dass das Verhaltensmodell zulasten der Praktikabilität zu komplex wird,⁸¹ soll dieses weiterhin als Referenzmodell dienen, von dem nur in speziellen Fällen abgewichen werden und welches nur in bestimmten Situationen Modifikationen erfahren sollte.⁸² Bei einer Integration der Anomalien in das ökonomische Verhaltensmodell, ist jedoch deshalb mit Vorsicht zu verfahren, weil davon ausgegangen werden muss, dass die Anomalien nicht stabil sind.⁸³ Diese Annahme ist zum einen darauf zurückzuführen, dass Akteure, die ausgeprägten Verhaltensanomalien unterliegen, durch rationaler handelnde Akteure vom Markt gedrängt werden, womit im Durchschnitt der Grad der Abweichung vom Rationalverhalten sinkt. Zum anderen können sich Verhaltensanomalien, je nach institutionellem Umfeld und dem Kreis der von der untersuchten Norm betroffenen Akteure, durch Lerneffekte infolge von Konkurrenz- und Kostendruck, selbst abmildern. Auch wird die Bedeutung der Anomalien mit der These infrage gestellt, dass sich bei Verhaltensaggregationen verschiedene Anomalien in ihrer Wirkung aufheben.⁸⁴ Dennoch wird von gewichtigen Stimmen gefordert, die Einwände der Verhaltensökonomik bezüglich der Rationalitätsannahme ernst zu nehmen.⁸⁵ Unter Einbeziehung der empirisch nachgewiesenen Anomalien in das ökonomische Verhaltensmodell könne es in einigen Bereichen des Rechts gelingen, bessere Prognosen zu leisten, bestehende Rechtsnormen besser erklären zu können und Anomalien zu mindern oder zu beheben, indem sie überhaupt in die Untersuchungen miteinbezogen werden.⁸⁶ Von denselben Stimmen wird jedoch auch anerkannt, dass die Berücksichtigung von Verhaltensano-

⁸¹ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.3.2.

⁸² Vgl. Aaken (2003), S.86 m.w.N.

⁸³ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.67; so zu verstehen auch Kirchgässner (1991), S.150.

⁸⁴ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.67; zum Ausgleich der Anomalien infolge von Verhaltensaggregation auch Kirchgässner (1991), S.153.

⁸⁵ Vgl. Aaken (2003), S.86; Kirchner (1997), S.14.

⁸⁶ Vgl. Aaken (2003), S.86f.

malien wegen des zu erwartenden Ausgleichs der Anomalien durch Verhaltensaggregation auf der Makroebene insbesondere im Zusammenhang mit Untersuchungen auf der Mikroebene erfolgen sollte.⁸⁷ Außerdem fordern auch die Befürworter die Einbeziehung von Lerneffekten infolge von Konkurrenz- und Kostendruck in die modifizierte Annahmenstruktur, entsprechend dem untersuchungsspezifischen institutionellen Umfelds und der Akteure.⁸⁸ Im Bezug auf das Kapitalmarktrecht wird in diesem Zusammenhang eine behutsame Integration empirisch erhärteter Verhaltensmuster und eine allmähliche Verfeinerung des rechtsökonomischen Apparates gefordert.⁸⁹

2.3.2 Der normative Forschungsansatz

Der vorangegangene Abschnitt hat sich mit dem positiven Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts befasst, mit dessen Hilfe Prognosen hinsichtlich der Folgen einer Rechtsänderung auf das Entscheidungsverhalten der Normadressaten getroffen werden können. Der nachfolgende Abschnitt ist dem normativen Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts gewidmet, der die Folgen von Rechtsänderungen, bezogen auf ein bestimmtes Referenzkriterium, bewertet. Nach einer Darstellung zu dem Gegenstandsbereich des normativen Forschungsansatzes, sollen die, als Referenzmaßstab konkurrierenden normativen Konzepte des wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriteriums und der konsenstheoretischen Legitimationsorientierung vorgestellt und kritisch beleuchtet werden.

2.3.2.1 Gegenstandsbereich

Mit dem normativen Forschungsansatz wird das Ziel verfolgt, bestimmte rechtliche Regelungen relativ zu anderen unter Rückgriff auf die Erkenntnisse der Wirkungsanalyse des positiven Forschungsansatzes zu bewerten.⁹⁰ Auf der Grundlage der Bewertung können dann Aussagen darüber getroffen werden, welche Entscheidungsalternative unter mehreren zur Wahl stehenden präferiert werden soll.⁹¹ Damit stellt der normative Forschungsansatz ein theoretisches Instrumentarium zur Verfügung, mit dem, über die Funktionsbedingungen von Regelungen hinaus, die Vorzugswürdigkeit von Steuerungsmechanismen auf konkrete Fragestellungen

⁸⁷ Vgl. Aaken (2003), S.87; Kirchgässner (1991), S.153.

⁸⁸ Vgl. Aaken (2003), S.85.

⁸⁹ Vgl. Fleischer (2004), S.575.

⁹⁰ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.15.

⁹¹ Vgl. Kirchner (1997), S.9.

hin untersucht werden kann.⁹² So können für bestimmte Probleme der sozialen Steuerung geeignete Arrangements und eine jeweils optimale Kombination aus unterschiedlichen Koordinationstypen gefunden werden.⁹³ Neben dem Wertbeitrag, den der normative Forschungsansatz für die Gesetzgebungspraxis leisten kann, ist die Folgenorientierung des Ansatzes auch in der Rechtsanwendungspraxis von Nutzen, wenn es darum geht, verschiedene Entscheidungsalternativen hinsichtlich den von ihnen zu erwarteten Konsequenzen zu bewerten.⁹⁴ In Anbetracht des Untersuchungsgegenstandes der vorliegenden Arbeit werden sich die nachfolgenden Ausführungen zum normativen Forschungsansatz in erster Linie auf dessen Verwendung im Zusammenhang mit der Gesetzgebungspraxis beschränken.

Fordert die ökonomische Theorie des Rechts auf der Grundlage normativer Bewertungen Änderungen bestehender rechtlicher Regelungen oder gerichtlicher Standards, so wird sie zu einer rechtspolitischen Theorie.⁹⁵ Indem der normative Forschungsansatz bestimmte Ergebnisse als wünschenswert bezeichnet, werden Werturteile in Form von Soll-Aussagen getroffen.⁹⁶ Damit gelangt die Ökonomische Theorie an einen Punkt, an dem ihre Aussagen nicht mehr an der Realität gemessen werden können und folglich empirisch nicht mehr überprüfbar sind.⁹⁷ Will sich die Ökonomische Theorie des Rechts nicht damit begnügen, bestehende oder zu erwartende Zustände zu beschreiben, sondern auch Vorschläge dazu unterbreiten, wie Regelungen sozial vorteilhafter gestaltet werden sollen, so bedarf sie eines Referenzmaßstabes, an dem die Güte einer Regelung im Hinblick auf deren gesamtgesellschaftlichen Nutzen gemessen werden kann.⁹⁸ Die Frage, was für ein Referenzmaßstab für den normativen Forschungsansatz heranzuziehen ist, ist umstritten.⁹⁹ Als möglicher Referenzmaßstab werden nachfolgend das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium sowie die konsenstheoretische Legitimationsorientierung diskutiert.

2.3.2.2 Das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium

⁹² Vgl. *Ruffner* (2000), S.13f.

⁹³ Vgl. *Ruffner* (2000), S.7.

⁹⁴ Vgl. zum Konsequentialismus *Kirchner* (1997), S.30; *Schäfer/Ott* (2000), S.2.

⁹⁵ Vgl. *Eidenmüller* (2005), S.58.

⁹⁶ Vgl. *Aaken* (2003), S.36.

⁹⁷ Vgl. *Aaken* (2003), S.38.

⁹⁸ Vgl. *Voigt* (2000), S.249.

⁹⁹ Vgl. *Aaken* (2003), S.184f.; *Kirchner* (1997), S.25f.

Das wohlfahrtsökonomische Effizienzkriterium als Referenzmaßstab des normativen Forschungsansatzes findet seinen theoretischen Ursprung in der Wohlfahrtsökonomik, die sich dem primären Ziel widmet, das Problem der Ressourcenknappheit zu überwinden.¹⁰⁰ Um dieses Ziel zu erreichen, fordern die Vertreter der Wohlfahrtsökonomien eine, zumindest annäherungsweise, optimale Allokation der zur Verfügung stehenden Ressourcen.¹⁰¹ Zu der Beantwortung der Frage, wann eine effiziente Ressourcenallokation anzunehmen ist, werden zwei unterschiedliche Ansätze, das Pareto-Kriterium und das Kaldor-Hicks-Kriterium, diskutiert.

2.3.2.2.1 Das Pareto-Kriterium

Das Pareto-Kriterium besagt, dass eine Situation A besser ist als eine Situation B, wenn es in A mindestens einem Individuum besser und keinem Individuum schlechter geht als in B.¹⁰² Ein Pareto-effizienter Zustand ist demnach anzunehmen, wenn die Nutzensituation eines Akteurs unter der Voraussetzung verbessert werden kann, dass mindestens eine andere Person dadurch einen Nachteil erleidet.¹⁰³ Entscheidend ist hierbei, dass es keinen gesellschaftlichen Wohlstand geben kann, der losgelöst vom Nutzen der Individuen definiert wird.¹⁰⁴ Das Pareto-Kriterium weist allerdings die Schwäche auf, dass es Konstellationen gibt, in denen die Vorzugswürdigkeit eines Pareto-effizienten Zustandes infrage gestellt werden muss, weil dieser gesellschaftlich nicht wünschenswert ist.¹⁰⁵ Das hängt mit dem Umstand zusammen, dass sich das Pareto-Optimum auf die gegebene Ausgangsverteilung bezieht.¹⁰⁶ So wäre beispielsweise die Pflicht zur nachträglichen Aufrüstung von emissionsstarken PKW mit einem Rußpartikelfilter nach dem Pareto-Kriterium nicht zu rechtfertigen, da die Halter der betroffenen PKW dadurch einen Nachteil erleiden würden. Die Ausrichtung des Rechts an dem Pareto-Kriterium führt damit zu einer Absolution des Status quo.¹⁰⁷ Daneben ist das Pareto-Kriterium aus wirtschafts- und rechtspolitischer Warte wenig praktikabel,

¹⁰⁰ Vgl. *Kirchner* (1997), S.25.

¹⁰¹ Vgl. *Voigt* (2000), S.251f.

¹⁰² Vgl. *Aaken* (2003), S.212.

¹⁰³ Vgl. *Schäfer/Ott* (2000), S.26.

¹⁰⁴ Vgl. *Behrens* (1986), S.85.

¹⁰⁵ Vgl. *Schäfer/Ott* (2000), S.31; zu einer ausführlichen Kritik an dem Pareto-Kriterium *Aaken* (2003), S.213ff.

¹⁰⁶ Vgl. *Kirchner* (1997), S.26.

¹⁰⁷ Vgl. *Ruffner* (2000), S.39.

da politische Maßnahmen in den seltensten Fällen gewährleisten können, dass durch sie kein Individuum einen Nachteil erfährt.¹⁰⁸

2.3.2.2.2 Das Kaldor-Hicks-Kriterium

Wegen der nur eingeschränkten Praktikabilität des Pareto-Kriteriums wurde das Kaldor-Hicks-Kriterium entwickelt. Nach dem Kaldor-Hicks-Kriterium ist die Durchführung einer Maßnahme dann zu befürworten, wenn mindestens ein Akteur soweit besser gestellt wird, dass er den Nachteil anderer kompensieren könnte und dieser, nach der Kompensation immer noch, im Vergleich zum vorherigen Zustand, besser gestellt wäre.¹⁰⁹ Problematisch an dem Maßstab des Kaldor-Hicks-Kriteriums ist jedoch, dass eine tatsächliche Kompensation nicht erfolgen muss, damit eine Maßnahme als begrüßenswerte eingestuft wird.¹¹⁰ Damit bietet letztlich auch dieses Kriterium im Hinblick auf die Verteilungsproblematik keinen befriedigenden Maßstab zur Beurteilung wirtschafts- und rechtspolitische Maßnahmen.¹¹¹ Allerdings ist vorstellbar, dass durch eine geschickte Kombination von Maßnahmen, die dem Kaldor-Hicks-Kriterium gehorchen, erreicht werden kann, dass das gesamte Bündel an Maßnahmen für alle Individuen positiv ist, indem die einzelnen Maßnahmen für eine Kompensation sorgen (sog. Hypothese der Generalkompensation). Dieses Maßnahmenbündel würde dann als Ganzes wiederum auch dem Pareto-Kriterium genügen.¹¹²

Ein zweites Problem ist insbesondere aus juristischer Perspektive von großem Interesse. Es betrifft die Frage, wie die Vor- und Nachteile, die eine Maßnahme mit sich bringt, ermittelt und bewertet werden können.¹¹³ Mit der Einführung des Elements einer potentiellen Kompensation zur Bestimmung des wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriteriums müssen intersubjektive Nutzenvergleiche angestellt werden, um festzustellen, ob die Maßnahme den geforderten Grad an Kompensation zulässt und das gesamtgesellschaftliche Nutzenniveau gesteigert werden kann. Ausgehend von dem normativen Individualismus, nachdem ausschließlich die Präferenzen von Individuen für ökonomische Erwägungen ausschlaggebend sind, müssen Werte und Werturteile nicht aus externen Quellen, sondern von den

¹⁰⁸ Vgl. Eidenmüller (2005), S.50; Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.17.

¹⁰⁹ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.17.

¹¹⁰ Vgl. Kirchner (1997), S.26.

¹¹¹ Vgl. Ruffner (2000), S.40ff.

¹¹² Vgl. Adams (1986), S.475ff.; Weizsäcker (1984), S.130ff.; kritisch Eidenmüller (2005), S.245ff.; Erlei/Leschke/Sauerland (2007), S.18.

¹¹³ Vgl. Kirchner (1997), S.26.

Individuen selbst abgeleitet werden.¹¹⁴ Dies zieht die Konsequenz nach sich, dass Kosten- und Nutzenkategorien, je nach den individuellen Präferenzen der Akteure, stark variieren können und sich nicht allein in Geldeinheiten ausdrücken lassen.¹¹⁵ Aus diesem Grund wird die Statthaftigkeit intersubjektiver Nutzenvergleiche bezweifelt.¹¹⁶

2.3.2.2.3 Grundsätzliche Kritik an dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium

Aus rechtswissenschaftlicher Perspektive wird dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium entgegengehalten, dass es häufig nicht mit den Zielkategorien der Rechtswissenschaft übereinstimmt.¹¹⁷ Neben Effizienz (und der damit verfolgten Steigerung des Wohlfahrtsniveaus) kann sich die Rechtswissenschaft auch an zahlreichen anderen Zielkategorien, wie beispielsweise Rechtssicherheit, Menschenwürde und Werteverwirklichung orientieren.¹¹⁸ Letztlich können sich die Regeln eines wünschenswerten menschlichen Zusammenlebens auch nicht allein nach Effizienzkriterium richten.¹¹⁹ Für die Kritik an dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium spielt die Zielkategorie der Verteilungsgerechtigkeit eine herausragende Rolle. Die Kriterien der wohlfahrtstheoretischen Effizienz und der Verteilungsgerechtigkeit stehen auf den ersten Blick in einem Spannungsverhältnis. Ersterem geht es darum, den Saldo aus Vor- und Nachteilen zu maximieren, letzteres befasst sich mit der Frage, bei wem Vor- und Nachteile anfallen.¹²⁰

Wie bereits oben im Rahmen der Darstellungen zum Pareto-Kriterium und dem Kaldor-Hicks-Kriterium angedeutet wurde, müssen effiziente Regeln nicht gerecht sein.¹²¹ Der Marktmechanismus allein führt zu keiner fairen Verteilung des gesamtgesellschaftlichen Reichtums. Andererseits wird es schwierig sein, in einer Gesellschaft mit durchgängig ineffizienten Institutionen, für Verteilungsgerech-

¹¹⁴ Vgl. Voigt (2000), S.255.

¹¹⁵ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.493.

¹¹⁶ Vgl. Ruffner (2000), S.40; kritisch zur Statthaftigkeit intersubjektiver Nutzenvergleiche und zur Auktions-Entscheidungsregel als Instrument für intersubjektiver Nutzenvergleiche nach ökonomischen Nutzenkategorien Eidenmüller (2005), S.135ff.; Schäfer/Ott (2000), S.38ff.

¹¹⁷ Vgl. Fezer (1986), S.824f.; Fezer (1988), S.224; Kirchner (1997), S.9 m.w.N.

¹¹⁸ Vgl. Aaken (2003), S.286; Eidenmüller (2005), S.273.

¹¹⁹ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.6; Eidenmüller (2005), S.276ff.

¹²⁰ Vgl. Eidenmüller (2005), S.273f.

¹²¹ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.2.2.1 und 2.3.2.2.2.

tigkeit zu sorgen.¹²² Soweit rechtspolitische Zielsetzungen zumindest auch dem wohlfahrtsökonomischen Effizienzkriterium entsprechen, müssen diese als Zielkategorie des Rechts anerkannt und im Rahmen des normativen Ansatzes der Ökonomischen Theorie des Rechts berücksichtigt werden.¹²³ Teilweise wird allerdings gefordert, dass Rechtsnormen nicht zugleich dem Effizienzkriterium und Umverteilungsaufgaben dienen können und beide Zielkategorien durch unterschiedliche Regelungen verfolgt werden sollten.¹²⁴ So wird beispielsweise vertreten, dass das Zivilrecht, in erster Linie Effizienzrecht sei, weil es die rechtlichen Rahmenbedingungen setzt, die wirtschaftliche Kooperationen gemäß dem marktwirtschaftlichen Leistungsprinzip ermöglichen. Zur Erreichung von Umverteilungszielen böte sich dagegen insbesondere das Steuer- und Sozialrecht an.¹²⁵

Grundlegend angreifbar wird das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium an dem Punkt, an dem Transaktionskosten in der ökonomischen Modellwelt berücksichtigt werden und die Annahme vollständiger Informationen aufgegeben wird.¹²⁶ Akteure verfügen danach ex-ante lediglich über unvollständige Informationen. Sie bewegen sich im Hinblick auf ihre Zukunftsprognosen und den daraus abgeleiteten Präferenzen kurzfristig von einer Periode in die nächste.¹²⁷ Dabei werden sie versuchen, ihren Informationshorizont über die Zeit zu erweitern. Gelingt ihnen das, werden sie ihre Präferenzen kurzfristig entsprechend den neu gewonnenen Informationen anpassen.¹²⁸ Muss davon ausgegangen werden, dass sich so die Präferenzen der Akteure über die Zeit ändern, müssten die Kosten- und Nutzenkategorien, mit denen das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium arbeitet, stetig angepasst werden. Dann bildet das ökonomische Effizienzkriterium aber keinen, über den Untersuchungszeitraum konsistenten Referenzmaßstab mehr und kann infolgedessen nicht als Grundlage einer normativen Ökonomik herangezogen werden kann.

2.3.2.3 Die konsenstheoretische Legitimationsorientierung

Ausgehend von der Annahme, dass das wohlfahrtsökonomische Effizienzkriterium wegen der zu erwartenden dynamischen Präferenzen der Akteure und der

¹²² Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.6f. mit Beispielen.

¹²³ Vgl. Kirchner (1997), S.26.

¹²⁴ Vgl. Ruffner (2000), S.47; Schäfer/Ott (2000), S.7.

¹²⁵ Vgl. Ruffner (2000), S.47

¹²⁶ Vgl. hierzu Gliederungspunkt **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**

¹²⁷ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.500.

¹²⁸ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.500.

Notwendigkeit zur Vornahme intersubjektiver Nutzenvergleiche nicht als Referenzmaßstab für den normativen Ansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts geeignet ist, wurde das Konzept der konsenstheoretischen Legitimationsorientierung entwickelt.¹²⁹ Der konsenstheoretische Ansatz findet sein Fundament im normativen Individualismus, demzufolge normative Entscheidungen nur anhand der Nutzenkategorien von Individuen legitimierbar sind.¹³⁰ Aus diesem Grund soll mit dem Kriterium der Zustimmungsfähigkeit als Maßstab für normative Erwägungen hinsichtlich konkreter Regelungen Raum für die Berücksichtigung individueller Nutzenkategorien geschaffen werden. Weil die konsenstheoretische Legitimationsorientierung damit nicht auf externe sondern auf interne individuelle Nutzenkategorien abstellt, wird der subjektiven Entscheidungsfreiheit der Vorzug vor objektiv bestimmten Wohlfahrtskriterien gegeben.¹³¹ Deshalb erscheint der konsenstheoretische Ansatz aus Legitimationsgesichtspunkten gegenüber dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium vorzugswürdig.

Unter der Annahme rationalen Verhaltens kann nur dann von der Zustimmungsfähigkeit einer Regelung ausgegangen werden, wenn sich die Individuen aus dieser einen Kooperationsvorteil versprechen.¹³² Auf diese Weise kann im Rahmen des konsenstheoretischen Ansatzes das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium letztlich auch unter dem Gesichtspunkt der Zustimmungsfähigkeit Berücksichtigung finden. So ist zu erwarten, dass rationale Individuen einer pareto-effizienten Maßnahme, die einzelnen Nutzen und keinem Nachteile bringt, zustimmen werden. Gleiches gilt für Maßnahmen, die dem Kaldor-Hicks-Kriterium entsprechen, wenn die Individuen mit einer tatsächlichen Kompensation der zu erwartenden Nachteile rechnen können.¹³³ Dies wäre insbesondere für den Fall anzunehmen, dass einzelne, i.S.d. Kaldor-Hicks-Kriteriums effiziente Maßnahmen, die aus ihnen erwachsenden Nachteile durch eine geschickte Maßnahmenbündelung gegenseitig kompensieren.¹³⁴ Insofern stehen sich konsenstheoretische Legitimationsorientierung und das wohlfahrtstheoretische Effizienzkriterium keineswegs unversöhnlich gegenüber.¹³⁵ Im Vergleich zum wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium bietet die konsenstheoretische Legitimationsorientierung allerdings

¹²⁹ Vgl. *Blankart* (2001), S.40f.; *Buchanan/Tullock* (2001), S.6f.; *Homann/Kirchner* (1995), S.189ff.

¹³⁰ Vgl. zum normativen Individualismus *Kirchner* (1997), S.20f.

¹³¹ So auch *Kirchner* (1997), S.28; *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.19; *Aaken* (2003), S.260.

¹³² Vgl. *Kirchner* (1997), S.27.

¹³³ Vgl. *Eidenmüller* (2005), S.235.

¹³⁴ Vgl. zur Hypothese der Generalkompensation Gliederungspunkt 2.3.2.2.2.

¹³⁵ Vgl. *Kirchner* (1997), S.27.

den Vorteil, dass sie individuelle Präferenzen und mögliche Präferenzänderungen im Zeitablauf in größerer Präzision berücksichtigen kann. Neben der Vornahme statischer Vergleiche von Zuständen können auf diese Weise auch Prozesse beurteilt werden.

Ausgehend von der Annahme unvollständiger Informationen und den daraus resultierenden dynamischen Präferenzen haben die Prognosen über die subjektiven Nutzenkategorien hypothetischen Charakter. Das schlägt sich auf die aus den Prognosen abgeleiteten normativen Aussagen durch, womit auch diese nur noch als Hypothesen verstanden werden können. Die Konsequenz daraus ist, dass normative Aussagen, die auf der Grundlage der konsenstheoretischen Legitimationsorientierung getroffen werden, nicht mehr den Anspruch erheben können, Gleichgewichtszustände herzustellen, sondern lediglich auf den Versuch einer Prozessoptimierung abzielen.¹³⁶

Mit dem konsenstheoretischen Ansatz ist jedoch auch die Schwierigkeit verbunden, dass ein faktischer Konsens regelmäßig nur auf Verfassungsebene und im Rahmen privatrechtlicher Normsetzung, wie beispielsweise beim Abschluss privatrechtlicher Verträge, erzielt werden kann. Bei einfachgesetzlichen staatlichen Normsetzungsverfahren ist dies indes regelmäßig wegen zu hoher Konsensfindungskosten nicht möglich.¹³⁷ Damit stellt sich die Frage, auf welche Weise einfachgesetzliche Regelungen nach dem Zustimmungskriterium auf der Grundlage der Individuellen Präferenzen legitimiert werden können. Zur Beantwortung dieser Frage wurde das sogenannte Delegationsmodell entwickelt.¹³⁸ Dem Delegationsmodell liegt der Gedanke zugrunde, dass nicht jede Regel auf einem faktischen Konsens beruhen muss, um als konsenstheoretisch legitimiert angesehen werden zu können.¹³⁹ Das wird dadurch möglich, dass die Individuen, nach denen sich die Zustimmungsfähigkeit einer Regelung bestimmt, Entscheidungsbefugnisse über Regelungskomplexe delegieren und in konkreten Fällen auf das Zustandekommen eines faktischen Konsenses verzichten, jedoch gleichzeitig sicherstellen, dass die Regelungen nicht gegen höherrangige, durch faktischen Konsens legitimierte Regeln verstoßen.¹⁴⁰ Diese höherrangigen Regeln dienen in diesem Fall als grundlegende Verfassungsregeln, gegen die die einfachgesetzlichen Regeln nicht verstoßen dürfen. Kann davon ausgegangen werden, dass der Konsens auf der

¹³⁶ Vgl. *Kirchner* (1997), S.28.

¹³⁷ Vgl. *Aaken* (2003), S.256f.; *Homann/Kirchner* (1995), S.201f.

¹³⁸ Vgl. *Homann/Kirchner* (1995), S.202.

¹³⁹ Vgl. *Homann/Kirchner* (1995), S.205; so auch *Erlei/Leschke/Sauerland* (2007), S.19.

¹⁴⁰ Vgl. *Homann/Kirchner* (1995), S.205.

Verfassungsebene legitimierenden Charakter hat und brechen die einfachgesetzlichen Regelungen nicht mit den Grundsatzentscheidungen auf der Verfassungsebene, so können diese als zustimmungsfähig angesehen werden, da sowohl die Grundsatzentscheidungen selbst als auch die Delegation auf einem faktischen Konsens beruhen. Damit wird letztlich die Forderung nach unmittelbarem Konsens zugunsten einer Legitimationskette aufgegeben. Nach dem Delegationsmodell kann allerdings nur für solche Fälle legitimierender Konsens erzielt werden, in denen es keine externen Kosten für Drittbetroffene gibt, die nicht an dem Legitimationsprozess auf der Verfassungsebene und dem Delegationsprozess teilhaben.¹⁴¹

Mit dem Delegationsmodell bereitet die Bestimmung der Zustimmungsfähigkeit einfachgesetzlicher Regelungen bei dem Vorliegen eines legitimierenden Konsenses auf Verfassungsebene und dem Ausbleiben von externen Kosten für Drittbetroffene keine schwerwiegenden Probleme mehr. Die konsensorientierte Legitimationsorientierung ist deshalb grundsätzlich gegenüber dem wohlfahrtstheoretischen Effizienzkriterium vorzugswürdig.

2.4 Die Theorien der Firma als Erklärungs- und Analyseinstrumentarien

2.4.1 Grundlagen

Der Weg zu einer Ökonomischen Theorie der Publikumsgesellschaft wurde durch die Auseinandersetzung mit der Frage, warum sich auf freien Märkten Unternehmen in bestimmten Organisationsformen bilden, bereitet. Für die traditionelle neoklassische mikroökonomische Theorie spielte diese Frage noch keine Rolle.¹⁴² Sie beschränkte sich auf die Beschreibung der Produktionsfunktion des Unternehmens.¹⁴³ Die Behandlung des Unternehmens durch die neoklassische Mikrotheorie als Blackbox schaffte für benachbarte Wissenschaften wie die Rechtswissenschaften keine ergiebigen Ansatzpunkte.¹⁴⁴ Dies änderte sich infolge der Veröffentlichung grundlegender Werke von *Ronald Coase* (1937) sowie *Adolf Berle* und *Gardiner Means* (1933), die die Gründe für die Bildung bzw. die spezifische Organisation von Unternehmen gezielt untersuchen.

¹⁴¹ Vgl. *Homann/Kirchner* (1995), S.203; so auch *Aaken* (2003), S.257.

¹⁴² Vgl. *Arnold* (2007), S.23.

¹⁴³ Vgl. *Arnold* (2007), S.23; *Ruffner* (2000), S.127; *Herkenroth* (1994), S.303.

¹⁴⁴ Vgl. *Ruffner* (2000), S.127.

Coase befasst sich mit der Frage, aus welchem Grund die Produktion von Gütern in einheitlichen Unternehmen unter Einsatz abhängiger Beschäftigter erfolgt, anstatt die, für die Produktion erforderlichen Leistungen von selbständigen Anbietern auf dem Markt nachzufragen.¹⁴⁵ Den Grund hierfür sieht *Coase* darin, dass die Produktionskosten im Rahmen einem hierarchisch organisierten Unternehmen geringer sein können als im Falle einer Produktion, die ausschließlich über marktliche Vertragsbeziehungen stattfindet. Die Ursachen für die marktspezifischen Kosten liegen, *Coase* zufolge, insbesondere in der Notwendigkeit zur Ermittlung von Preisen auf dem freien Markt und den Aufwendungen, die für den Abschluss und die Koordination von Verträgen getätigt werden müssen.¹⁴⁶ Unter dem Umstand von Unsicherheit sei es deshalb in der Regel günstiger, langfristige Vertragsbeziehungen innerhalb des Unternehmens einzugehen, anstatt für jeden einzelnen Produktionsprozess über den marktlichen Preismechanismus neue Verträge zwischen den erforderlichen Produktionsfaktoren zu schließen.¹⁴⁷ *Berle* und *Means* identifizieren und untersuchen in ihrer Arbeit die Trennung von Eigentum und Kontrolle innerhalb eines Unternehmens infolge des durch die Entstehung von Großunternehmen immer weiter gestreuten Aktienbesitzens und der daraus resultierenden Schwierigkeit für die Aktionäre auf die Geschicke des Unternehmens Einfluss zu nehmen.¹⁴⁸ Als eine Folge der Trennung von Eigentum und Kontrolle problematisieren sie die Gefahr, dass das Management seine von den Aktionären divergierenden Interessen zu deren Lasten verfolgt.¹⁴⁹

Auf der Grundlage der Werke von *Coase* sowie *Berle* und *Means* entstand ein neues Verständnis des Unternehmens. Anstatt sie als geschlossene Produktionseinheit zu begreifen, setzte sich die Auffassung durch, Unternehmen seien vielmehr als organisiertes Aggregat von unterschiedlichen Beiträgen zur Produktion von Gütern zu verstehen.¹⁵⁰ So erbringen Angestellte ihre Arbeitsleistung, Fremdkapitalgeber stellen Kredite zur Verfügung und Aktionäre statten das Unternehmen mit Eigenkapital aus, tragen das Risiko des Residualanspruchs und überwachen die Arbeit des Managements.¹⁵¹ Das Management überwacht seinerseits die Arbeitsleistung der Angestellten und koordiniert die Verwendung der üb-

¹⁴⁵ Vgl. *Coase* (1937), S.386ff.

¹⁴⁶ Vgl. *Coase* (1937), S.390f.; Vgl. auch: *Richter/Furubotn* (2003), S.358.

¹⁴⁷ Vgl. *Ricketts* (2003), S.43f.

¹⁴⁸ Vgl. *Berle/Mean*s (1932), S.66ff.

¹⁴⁹ Vgl. zu den Interessendivergenzen zwischen Aktionären und Management *Berle/Mean*s (1932), S.112ff.

¹⁵⁰ Vgl. *Bainbridge* (2008), S.28.

¹⁵¹ Vgl. grundlegend *Fama/Jensen* (1983b), S.327ff.

rigen Beiträge zur Produktion. Das Unternehmen ist folglich als eine Organisationsstruktur zu charakterisieren, die zum Ziel hat, mit Hilfe impliziter und expliziter Verträge die Rechte und Pflichten der zur Produktion Beitragenden festzulegen, deren widerstreitende Interessen in einen Ausgleich zu bringen¹⁵² sowie Entscheidungshierarchien und Entscheidungsverfahren festzulegen.¹⁵³ Das Unternehmen fungiert dabei als zentralisierter Vertragspartner.¹⁵⁴ Im Gegensatz zum horizontal organisierten freien Markt erfolgt dann die Allokation von Ressourcen in dem Unternehmen durch Anordnung und Anweisung im Rahmen vertikaler Hierarchien.¹⁵⁵ Dieses Verständnis des Unternehmens als *nexus of contracts*¹⁵⁶ hat zu der Entstehung einer Reihe von Theorien der Firma geführt, die sich mit den spezifischen unternehmensinternen Konstellationen und dem Einfluss exogener Faktoren auf Unternehmen befassen, sowie das Außenverhältnis des Unternehmens untersuchen. Auf der Grundlage der Erkenntnisse der unterschiedlichen Theorien der Firma können einzelne Problemfelder innerhalb der Organisationsform Unternehmen identifiziert werden. An diesen kann die Ökonomische Theorie des Rechts mit ihrem Verhaltensmodell ansetzen, um sie positiv zu analysieren und - in einem zweiten Schritt - normative Schlüsse zu ziehen.

Zu den wichtigsten Theorien der Firma zählen die Agenturtheorie, die Transaktionskostentheorie sowie die Theorie der Property Rights. Keine dieser drei Theorien vermag es, vollständige und einheitliche Erklärungsansätze für die mit dem Unternehmen verbundenen ökonomischen Phänomene bereitzustellen.¹⁵⁷ Sie beleuchten vielmehr einzelne Teilaspekte und unterscheiden sich mitunter in ihren Grundannahmen. Aus diesem Grund kann keiner der Theorien einseitig der Vorzug gegeben werden. Soweit die unterschiedlichen Theorien Erklärungsansätze zu derselben Problemstellung zur Verfügung stellen, bietet sich sogar deren Kombination bzw. deren parallele Heranziehung an.¹⁵⁸

2.4.2 Die Agenturtheorie

¹⁵² Vgl. Arnold (2007), S.19.

¹⁵³ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.599.

¹⁵⁴ Vgl. Ruffner (2000), S.130; Ricketts (2003), S.43f.

¹⁵⁵ Vgl. Schäfer/Ott (2000), S.599.

¹⁵⁶ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.295; ausführlich zum Begriff *nexus of contracts* Jensen/Meckling (1976), S.310f.

¹⁵⁷ Vgl. Arnold (2007), S.29; Köndgen (1993), S.136; Richter/Furubotn (2003), S.506.

¹⁵⁸ Vgl. Arnold (2007), S.29; Elschen (1991), S.1003; Picot (1991), S.154; konkret in Bezug auf den Transaktionskostenansatz: Williamson (1985), S.18; so zu verstehen auch Hart (1989), S.1774.

Die Agenturtheorie kann zweierlei zu leisten: Zunächst bietet sie einen Ansatz zur Beschreibung und Erklärung der Institution Publikumsgesellschaft und befasst sich insbesondere mit der Frage, warum diese Organisationsform in der Realität überhaupt entsteht. Darüberhinaus stellt sie ein geeignetes Instrumentarium zur Analyse der Konflikte zwischen den unterschiedlichen Interessensgruppen in Publikumsgesellschaften zur Verfügung, auf deren Grundlage Empfehlungen über die Gestaltung des Agenturverhältnisses abgeleitet werden können.¹⁵⁹

Nach der Agenturtheorie entstehen Publikumsgesellschaften, da sie eine nützliche Organisationsform darstellen, die es ermöglicht, den Faktor Management und den Faktor Eigenkapital ressourcenschonend zu kombinieren.¹⁶⁰ Anleger haben die Möglichkeit, ihr Risiko durch ein diversifiziertes Portfolio mit der Einbringung ihres Kapitals in unterschiedliche Unternehmen zu reduzieren.¹⁶¹ Mit der Publikumsgesellschaft erhalten sie im Rahmen ihrer Anlagetätigkeit eine Option, den eigenverantwortlichen Umgang mit ihrem Kapital auf Dritte zu übertragen, wenn sie hierzu aufgrund unzulänglicher Sachkunde nicht selbst imstande sind oder sich von diesem entlasten wollen.¹⁶² Zu diesem Zweck stellt die Publikumsgesellschaft für die Anleger als Prinzipale eine Institution zur Verfügung, mit deren Hilfe vertragliche Auftragsbeziehungen mit Managern als Agenten eingegangen werden können, die über die für die jeweilige Anlage erforderlichen spezifischen unternehmerischen Kenntnissen und Fähigkeiten verfügen und auf das Anlegerkapital zurückgreifen können, um erfolgsversprechende Projekte zu realisieren.¹⁶³ Ein solches Auftragsverhältnis zwischen den Anlegern als Eigentümern der Gesellschaft und dem Management wird als Prinzipal-Agent Beziehung bezeichnet. In der Publikumsgesellschaft entsteht damit ein Zustand, in dem das residuale Risiko des Unternehmens auf der Seite der Anleger von den operativen Entscheidungsbeugnissen des Managements getrennt ist.

Problematisch ist allerdings, dass das Agenturverhältnis nicht nur die dargestellten gesellschaftlich begrüßenswerten Effekte hat, sondern die diskretionären Entscheidungsspielräume des Managements auch Agenturkosten verursachen.¹⁶⁴ Agenturkosten setzen sich zusammen aus den Kosten, die den Prinzipalen aus der Überwachung der Agenten entstehen (*monitoring costs*), den Kosten die für die

¹⁵⁹ Vgl. *Elschen* (1991), S.1006; *Ruffner* (2000), S.131; *Wenger/Terberger* (1988), S.506f.

¹⁶⁰ Vgl. *Fama/Jensen* (1983a), S.301f.; so auch *Ruffner* (2000), S.131.

¹⁶¹ Vgl. *Ruffner* (2000), S.131.

¹⁶² Vgl. *Arnold* (2007), S.14.

¹⁶³ Vgl. *Ruffner* (2000), S.131.

¹⁶⁴ Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S.308; *Ruffner* (2000), S.131.

Agenten anfallen, um über ihr Handeln gegenüber den Prinzipalen Rechenschaft abzulegen (*bonding costs*), und dem Verlust, den die Prinzipale aus Fehlverhalten des Agenten zu tragen haben.¹⁶⁵ Die Agenturkosten stellen gewissermaßen den Preis dar, der für die dargestellten Vorteile der gesellschaftlichen Arbeitsteilung gezahlt werden muss.¹⁶⁶

Das Anfallen von Agenturkosten ist darauf zurückzuführen, dass der Agent bei der Ausführung seiner Tätigkeit Wissensvorsprünge gegenüber dem Prinzipal hat. Dieses als ex-post-Informationsasymmetrien bezeichnete Ungleichgewicht von Wissen nach Vertragsschluss stellt solange kein Problem dar, solange zwischen dem Prinzipal und dem Agenten Interessenharmonie besteht.¹⁶⁷ Kommt es indes zu Interessendivergenzen, so besteht wegen der asymmetrischen Informationsverteilung die Gefahr, dass der Agent durch opportunistisches Verhalten den Informationsvorsprung zulasten des Prinzipals für seine individuelle Nutzenmaximierung ausnutzt. Der Agent braucht dabei wegen der asymmetrischen Informationsverteilung nicht zu befürchten, in seinem opportunistischen Verhalten von dem Prinzipal entdeckt zu werden. Dieser kann nämlich nur das Ergebnis der Handlungen des Agenten beobachten, nicht aber diesen selbst. Demzufolge kann er nicht unterscheiden, inwieweit das Ergebnis durch Aktionen des Agenten oder durch exogene Umweltzustände beeinflusst wurde. Es ist ihm somit nicht uneingeschränkt möglich, das Anstrengungsniveau des Agenten zu ermitteln. Dieses Phänomen wird in der Agenturtheorie als *hidden action* bezeichnet.¹⁶⁸ Daneben kann der Prinzipal nicht ohne weiteres die Richtigkeit und Angemessenheit der Entscheidungen des Agenten beurteilen, da er nicht über dieselben Informationen wie der Agent verfügt bzw. sich nicht kostenlos Zugang zu diesen Informationen verschaffen kann. In diesem Zusammenhang wird von *hidden information* gesprochen.¹⁶⁹ Die Gefahr der opportunistischen Ausnutzung von Spielräumen zu verborgenen Handlungen der Agenten nach Vertragsschluss auf Kosten des Prinzipals, wird *moral hazard* genannt.¹⁷⁰ Die durch das Problem der *moral hazard* verursachten Kosten äußern sich zum einen direkt in den aus eigennützigem Verhalten der Manager resultierenden Residualverlusten der Agenten.¹⁷¹ Die Residu-

¹⁶⁵ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S.308.

¹⁶⁶ Vgl. Ruffner (2000), S.132.

¹⁶⁷ Vgl. Pratt/Zeckhauser (1985), S.4f.

¹⁶⁸ Vgl. Arrow (1985), S.37ff.

¹⁶⁹ Vgl. Arrow (1985), S.39f.

¹⁷⁰ Vgl. Barnea/Haugen/Senbet (1985), S.3.

¹⁷¹ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.166.

alverluste können in Gestalt nicht realisierten Unternehmensgewinnen auftreten¹⁷² sowie dadurch anfallen, dass sich der Agent vor der Arbeit drückt (*shrinking*) oder auf Kosten des Agenten eigene Zielvorstellungen verwirklicht (*consumption on the job*). Zum anderen entstehen Agenturkosten dadurch, dass opportunistisches Verhalten durch Informations- und Kontrollsysteme sowie Anreiz- und Sanktionssysteme verhindert werden sollen, die wiederum Kosten verursachen.¹⁷³

Im Zusammenhang mit der Publikumsgesellschaft kann folglich von einem *trade-off* zwischen gesellschaftlicher Arbeitsteilung und den dadurch entstehenden Agenturkosten gesprochen werden. Infolge des *trade-off* wird es in dem Maße schwieriger für die Anteilseigner als Prinzipale auf das Verhalten der Manager als Agenten Einfluss zu nehmen und dieses zu kontrollieren, in dem die Streuung des Aktienbesitzes zunimmt.¹⁷⁴ Infolgedessen hat sich der Schwerpunkt der Diskussion der Vertreter der Agenturtheorie auf die Frage verlagert, mit welchen Maßnahmen dem Problem der *moral hazard* optimal zu begegnen ist, um die Agenturkosten zu reduzieren.¹⁷⁵ Dabei liegt der Schwerpunkt der Agenturtheorie auf der Untersuchung alternativer Gestaltungsmöglichkeiten für ex-ante wirkende Anreize im Verhältnis zwischen Prinzipal und Agent.¹⁷⁶ Im Hinblick auf die Publikumsgesellschaft wurden hierfür verschiedene Mechanismen entwickelt, die das Verhalten des Managements kontrollieren und damit die Agenturkosten senken sollen. Dabei kann zwischen internen und externen Kontrollmechanismen unterschieden werden,¹⁷⁷ die ihre Wirkung sowohl unmittelbar ökonomisch als auch rechtlich entfalten können. Unter die internen Kontrollmechanismen fallen anreizkompatible Vergütungsregelungen, Kontrollorgane wie der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung, aktive Aktionäre mit der Möglichkeit der Aktionärsklage, Jahresabschluss und Abschlussprüfung sowie Pflichtenstandards und Haftungsregeln. Zu den externen Kontrollmechanismen zählen die Kontrolle durch Fremdkapital, den Absatzmarkt, den Arbeitsmarkt sowie den Markt für Unternehmenskontrolle.¹⁷⁸

¹⁷² Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.166.

¹⁷³ Vgl. Elschen (1991), S.1005.

¹⁷⁴ Vgl. Herkenroth (1994), S.301f.

¹⁷⁵ Vgl. Arnold (2007), S.21; Ruffner (2000), S.132.

¹⁷⁶ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.247; Ruffner (2000), S.133; Williamson (1990), S.67f.

¹⁷⁷ Vgl. Bresser/Kirchner (1977), S.145; zu den einzelnen Kontrollmechanismen Arnold (2007), S.73ff.; Herkenroth (1994), S.309ff.

¹⁷⁸ Vgl. zum Markt für Unternehmenskontrolle Gliederungspunkt 3.2.

Ein weiteres, von der Agenturtheorie behandeltes Problem liegt in dem Ungleichgewicht von Wissen vor Vertragsschluss (sog. ex-ante-Informationsasymmetrien) und der Möglichkeit eines daraus resultierenden Marktversagens durch adverse Selektion begründet.¹⁷⁹ Liegt asymmetrische Informationsverteilung bereits vor Vertragsschluss vor, wird von *hidden characteristics* gesprochen. Damit wird ein Sachverhalt beschrieben, in dem der Agent im Vorfeld einer Entscheidung über Informationen verfügt, welche, wenn der Prinzipal ebenfalls über diese Informationen verfügen würde, Einfluss darauf nehmen würde, welche Handlungen er von dem Agenten erwarten kann. In dieser Situation wäre von dem Agenten zu erwarten, dem Prinzipal seinen persönlichen Informationsstand zu vermitteln. Da der Agent allerdings Vorteile zulasten des Prinzipal daraus ziehen kann, dass diesem entscheidungsrelevante Informationen verborgen bleiben, hat er einen Anreiz, die Informationen nicht an den Prinzipal weiterzugeben. Als Beispiel wäre ein unproduktiver Arbeitnehmer zu nennen, der diesen Mangel vor einem potentiellen Arbeitgeber verbirgt, um ein Arbeitsverhältnis zu erwirken.¹⁸⁰ Dem Prinzipal bleiben folglich die subjektiven Kostenfunktionen jedes einzelnen Agenten verborgen. Allerdings kann davon ausgegangen werden, dass der Prinzipal weiß, welche unterschiedlichen Kostenfunktionen es gibt und wie sie auf die Agenten verteilt sind. Der Prinzipal kennt also lediglich die Wahrscheinlichkeit, mit der ein Agent die gewünschte Kostenfunktion hat.¹⁸¹ Da es dem Prinzipal nicht möglich ist, gute von schlechten Faktoren zu unterscheiden, wird er lediglich dazu bereit sein, einen einheitlichen Preis, entsprechend der Durchschnittsqualität der auf einem bestimmten Markt angebotenen Faktoren, zu zahlen. Dieser Preis wird geringer sein, als derjenige, der sich an einem Markt für die beste Qualität ergeben hätte.¹⁸² Das führt dazu, dass sich die Anbieter von Faktoren, deren Qualität über dem Durchschnitt liegt, von dem Markt zurückziehen werden. Anbieter von Faktoren deren Qualität dem Durchschnittspreis entspricht oder deren Qualität noch geringer ist, werden am Markt verbleiben. In dieser negativen Auslese besteht das Problem der adversen Selektion.¹⁸³

¹⁷⁹ Vgl. Rees (1985), S.85ff.; Richter/Furubotn (2003), S.217ff.; grundlegend Akerlof (1970), S.488ff.

¹⁸⁰ Vgl. Rees (1985), S.85.

¹⁸¹ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S.217.

¹⁸² Vgl. Schumann/Meyer/Stöbele (1999), S.443.

¹⁸³ Vgl. Schumann/Meyer/Stöbele (1999), S.443f.

Schließlich sei noch festgestellt, dass Prinzipal-Agent Beziehungen keineswegs nur im Verhältnis Eigentümer-Manager vorstellbar sind.¹⁸⁴ So kann beispielsweise auch das Verhältnis zwischen Management und Arbeitnehmern bzw. Fremdkapitalgebern eine Prinzipal-Agent Beziehung sein.¹⁸⁵ Auch in diesen Konstellationen treten die dargestellten Probleme auf und können damit Gegenstand der Agenturtheorie sein. Allgemein liegt eine Prinzipal-Agent Beziehung immer dann vor, wenn ein Individuum, der Agent, Entscheidungen trifft, die nicht nur sein eigenes Wohlergehen, sondern auch das Nutzenniveau eines anderen, des Prinzipals, beeinflussen.¹⁸⁶ Zum Teil wird gefordert, die Definition dahingehend einzuschränken, dass der Agent im ausdrücklichen Auftrag des Prinzipals handeln muss.¹⁸⁷

2.4.3 Die Transaktionskostentheorie

Nach der Transaktionskostentheorie wird das Entstehen von Unternehmen mit dem Ziel der Akteure erklärt, Transaktionskosten zu sparen. Ausgangspunkt für diesen Erklärungsansatz ist die Annahme, dass sowohl für den Abschluss als auch für die Durchführung von Verträgen Kosten anfallen. Die Kosten, die vor Vertragsschluss anfallen, werden als ex-ante-Transaktionskosten und die Kosten, die nach Vertragsschluss anfallen, als ex-post-Transaktionskosten bezeichnet.¹⁸⁸ Während sich die Prinzipal-Agent Theorie auf die Phase vor und nach Vertragsschluss konzentriert, setzt die Transaktionskostentheorie ihren Schwerpunkt allein auf die Auseinandersetzung mit den ex-post-Transaktionskosten nach Vertragsschluss.¹⁸⁹ Das Entstehen von ex-post-Transaktionskosten ist darauf zurückzuführen, dass es für die Vertragsparteien bei Abschluss von auf Dauer angelegten Vertragsbeziehungen finanziell zu aufwendig bzw. faktisch nicht möglich ist, alle Eventualitäten zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses vorherzusehen und eindeutig zu regeln. Dies hat zur Folge, dass die abgeschlossenen Verträge im Hinblick unvorhergesehene bzw. nicht geregelte zukünftige Ereignisse unvollständig sind

¹⁸⁴ Prinzipal-Agent Beziehungen werden außerhalb der Publikumsgesellschaft beispielsweise im Verhältnis Schädiger-Geschädigter oder im Zusammenhang mit Umweltverschmutzung zwischen Verschmutzer und den Betroffenen angenommen; vgl. hierzu *Arrow* (1985), S.39.

¹⁸⁵ Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S.334ff.; *Kirchner* (2000b), S.1824; zur Problematik der vielseitigen Prinzipal-Agent Beziehungen im Rahmen der Publikumsgesellschaft: *Kirchner* (1999), S.484; *Arnold* (2007), S.30ff.

¹⁸⁶ Vgl. zu dieser Definition für viele: *Picot/Dietl* (1993), S.319; *Pratt/Zeckhauser* (1985), S.2; *Wenger/Terberger* (1988), S.506.

¹⁸⁷ Vgl. *Elschen* (1991), S.1004; *Jensen/Meckling* (1976), S.308.

¹⁸⁸ Vgl. *Williamson* (1979), S.233ff.; *Williamson* (1985), S.20.

¹⁸⁹ Vgl. *Williamson* (1985), S.21.

(sog. Theorie der unvollständigen Verträge).¹⁹⁰ Damit werden die Langfristverträge besonders anfällig für ex-post opportunistisches Verhalten der Vertragspartner.¹⁹¹

Konkret sind die, durch ex-post opportunistisches Verhalten verursachten Transaktionskosten, von der Häufigkeit der Transaktionen im Verhältnis der Vertragspartner, dem Grad der Unsicherheit und insbesondere von dem Spezifitätsgrad der Transaktionsbeziehung abhängig. Nach der Transaktionskostentheorie werden die unterschiedlichen Organisationsweisen verschiedener Transaktionsbeziehungen durch diese drei Faktoren bedingt. Dabei kommt dem Spezifitätsgrad die weitaus wichtigste Rolle zu.¹⁹² Je höher der Spezifikationsgrad, desto größer ist der Wertverlust, der entsteht, wenn die betreffende Transaktionsbeziehung abgebrochen und der Leistungsgegenstand der investierenden Partei seiner nächstbesten Verwendungsmöglichkeit zugeführt wird.¹⁹³ Der Leistungsempfänger hat bei hohem Spezifikationsgrad eine monopolähnliche Stellung, die er zulasten der investierenden Vertragspartei ausnutzen kann, um die Differenz zwischen Wert des Leistungsgegenstandes innerhalb der Transaktion und der nächstbesten Verwendung (sog. Quasirente) einzustreichen (sog. *hold-up*-Problem).¹⁹⁴

Ein weiteres Problem, dass zugleich die Gefahr opportunistischen Verhaltens erhöht, ist, dass bei der Abwicklung von Langfristverträgen mit hohem Spezifitäts- und Unsicherheitsgrad laufende Qualitäts-, Mengen-, Termin- und unter Umständen auch Preisanpassungen notwendig werden.¹⁹⁵ In den beiden dargestellten Fällen ist es aus Zeit- und Kostengründen regelmäßig nicht möglich, durch die Anrufung von Gerichten oder die Einleitung von Schlichtungsverfahren, opportunistisches Verhalten zu unterbinden oder Vertragsanpassungen vorzunehmen.¹⁹⁶ Auch Marktmechanismen greifen wegen der Unvorhersehbarkeit zukünftiger Eventualitäten zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses nicht.¹⁹⁷ Aus diesem

¹⁹⁰ Vgl. Eidenmüller (1995), S.402; Gravelle/Rees (2004), S.176; Picot/Dietl (1993), S.315; Richter/Furubotn (1999), S.248; Schäfer/Ott (2005), S.402f.

¹⁹¹ Vgl. Arnold (2007), S.24; Picot/Dietl (1993), S.315; Ruffner (2000), S.134.

¹⁹² Vgl. Williamson (1985), S.52 mit ausführlicher Darstellung zum Spezifitätsgrad der Transaktionsbeziehung.

¹⁹³ Vgl. Picot/Dietl (1993), S.316.

¹⁹⁴ Vgl. Williamson (1985), S.61f.; Ruffner (2000), S.134 m.w.N.; ausführlich Schmitz (2001), S.3ff.

¹⁹⁵ Vgl. Picot/Dietl (1993), S.318; Richter/Furubotn (1999), S.175.

¹⁹⁶ Vgl. Picot/Dietl (1993), S.318; Richter/Furubotn (1999), S.182.

¹⁹⁷ Vgl. Williamson (1985), S.73f.

Grund müssen die Vertragsparteien auf privater Ebene Organisationsformen und Regelungen schaffen, die die Überwachung und flexible Durchsetzung der Vertragsbeziehung gewährleisten können.¹⁹⁸ Dies kann auf zweierlei Weise geschehen. Zum einen haben die Parteien die Möglichkeit, Überwachungs- und Durchsetzungsmechanismen bilateral zu strukturieren und dabei ihre Autonomie zu bewahren. Zum anderen können sich die Parteien in einer vereinheitlichten Struktur organisieren, womit die Transaktion dem Markt vollständig entzogen wird und hierarchisch, innerhalb eines Unternehmens, durchgeführt wird (sog. vertikale Integration).¹⁹⁹

Im dem Modell der vertikalen Integration liegt der Erklärungsansatz der Transaktionskostentheorie für das Entstehen von Unternehmungen in deren unterschiedlichen Erscheinungsformen. Allerdings erschöpft sich der Wertbeitrag der Transaktionskostentheorie zur ökonomischen Theorie der Publikumsgesellschaft keineswegs in diesem Erklärungsansatz. Mit Hilfe der Transaktionskostentheorie lassen sich zahlreiche organisatorische und zum Teil durch formalgesetzliche Regelungen unterstützte Vorkehrungen innerhalb der Publikumsgesellschaft interpretieren und analysieren, die der Anpassung des Vertragsverhältnisses sowie der Prävention opportunistischen Verhaltens dienen.²⁰⁰ Auf diese Weise können alternative Konzepte zur internen Organisation und Kompetenzverteilung in der Publikumsgesellschaft im Hinblick auf ihre Geeignetheit untersucht werden, die ex post entstehenden Probleme des Austauschverhältnisses transaktionskostensparend zu lösen.²⁰¹

2.4.4 Die Property-Rights-Theorie

Die Property-Rights-Theorie analysiert alternative Zuordnungsformen von Verfügungsrechten und setzt sich mit dem Problem der sogenannten externen Effekte auseinander.²⁰² Verfügungsrechte sind in diesem Zusammenhang als die Faktoren zu verstehen, die die Art und Weise der Verwendung eines Gutes im Verhältnis zu Dritten konstituieren.²⁰³ Von externen Effekten wird dann gesprochen, wenn in-

¹⁹⁸ Vgl. *Williamson* (1985), S.75f.; hierzu auch *Richter/Furubotn* (1999), S.182; *Ruffner* (2000), S.134.

¹⁹⁹ Vgl. *Williamson* (1985), S.75f.; hierzu auch *Richter/Furubotn* (1999), S.184f.; ausführlich zur vertikalen Integration *Klein/Crawford/Alchian* (1978), S.297ff.; *Williamson* (1985), S.85ff.

²⁰⁰ Vgl. *Arnold* (2007), S.25; *Ruffner* (2000), S.134; ausführlich zu den einzelnen Anwendungsfeldern: *Williamson* (1985), S.206ff.

²⁰¹ Vgl. *Ruffner* (2000), S.134; *Williamson* (1988), S.573.

²⁰² Vgl. ausführlich zur Theorie der *property rights* für viel *Richter/Furubotn* (1999), S.82ff.

²⁰³ Vgl. *Demsetz* (1967), S.347; *Richter/Furubotn* (1999), S.82ff.; *Schäfer/Ott* (2000), S.87.

folge einer bestimmten Zuweisung von Verfügungsrechten mit der entsprechenden Konsum- oder Produktionstätigkeit einer Person, die wirtschaftliche Situation einer anderen Person außerhalb der unmittelbaren Marktbeziehungen berührt wird.²⁰⁴ Externe Effekte führen zu Wohlfahrtsverlusten, wenn eine Person durch Externalitäten mit Produktionskosten einer anderen Person belastet wird, ohne dafür kompensiert zu werden. Die Situation kann anhand des folgenden Beispiels verdeutlicht werden: Zwei Unternehmen haben jeweils ihren Produktionsstandort. Am Oberlauf des Flusses verursacht ein Unternehmen während seines Produktionsprozesses verschmutzte Abwässer, die in den Fluss geleitet werden. Das Unternehmen am Unterlauf benötigt für seine Produktion sauberes Wasser. Diesem Unternehmen entstehen höhere Reinigungskosten durch die Produktion des ersten Unternehmens. Diese Kostennachteile werden bei einem reinen Marktsystem nicht durch das verschmutzende Unternehmen ausgeglichen und es wird die Reinigungskosten in seiner Kalkulation und seiner Produktionsentscheidung nicht berücksichtigen. Mittelbar führen externe Effekte zu einem Marktversagen, indem zu viele Ressourcen in die Produktion jener Güter gelenkt werden, die externe Kosten verursachen, weil sich die einzelnen Nachfrager und Produzenten an den „falschen“ Kosten und Preisen orientieren.²⁰⁵

Die durch externe Effekte ausgelösten Wohlfahrtsverluste lassen sich vermeiden, indem jedem Träger von Verfügungsrechten alle von ihm verursachten, nicht marktlich vermittelten Folgen seiner Konsum- und Produktionstätigkeit, eindeutig zugeordnet, also aufseiten des Verursachers internalisiert werden können.²⁰⁶ Hierfür muss nach der *property rights* Theorie die Zuordnung von Verfügungsrechten zunächst drei Kriterien erfüllen:²⁰⁷ Sie muss eindeutig erfolgen, solange sich die Verfügungsrechte auf knappe Güter beziehen (sog. Universalität) sowie die Exklusivität, also die Möglichkeit, Andere von dem Verfügungsrecht auszuschließen, und die Übertragbarkeit der Verfügungsrechte gewährleisten. Sind diese drei Kriterien erfüllt, so kann sich die *property rights* Theorie der Frage widmen, wie die Zuordnung der Verfügungsrechte in konkreten Fällen erfolgen soll, um die jeweils betroffenen Güter einer wohlfahrtssteigernden Nutzung zuzuführen. Damit liegt der Schwerpunkt der *property rights* Theorie, im Gegensatz zu der Prinzipal-

²⁰⁴ Vgl. Picot/Dietl (1993), S.308; Richter/Furubotn (1999), S.101; ausführlich zu dem Problem der externen Effekte Demsetz (1967), S.347ff.

²⁰⁵ Vgl. Hards/Schmitz/Uhly (2002), S.51f.

²⁰⁶ Vgl. Picot/Dietl (1993), S.308f.

²⁰⁷ Vgl. zu den drei nachfolgenden Kriterien Richter/Furubotn (1999), S.85.

Agent und Transaktionskostentheorie, auf der Untersuchung der güterbezogenen - also nicht personellen - Gegenständen von Vertragsbeziehungen.²⁰⁸

In diesem Zusammenhang wurde auch anhand der *property rights* Theorie ein Ansatz zur Erklärung der Entstehung von Unternehmungen entwickelt, der dem der Transaktionskostentheorie sehr ähnlich ist.²⁰⁹ Ausgangspunkt des Erklärungsansatzes ist wiederum die Beobachtung, dass auf Dauer angelegte Vertragsverhältnisse notwendigerweise unvollständig sind und daher regelmäßig Nachverhandlungen stattfinden müssen.²¹⁰ Kommt es zu Nachverhandlungen, hat, im Falle eines nicht-hierarchisch organisierten Austauschverhältnisses, diejenige Partei die größere Verhandlungsmacht, der die Verfügungsrechte über die für die Geschäftsbeziehung wesentlichen Gütern zugeordnet sind und die Güter damit kontrolliert.²¹¹ Nun argumentieren die Vertreter des *property rights* Ansatzes ebenfalls, dass die vertikale Integration, also die Organisation der Transaktion innerhalb eines einheitlichen Unternehmens, dazu dient, der Gefahr vorzubeugen, dass eine Partei ihre Verhandlungsmacht zulasten der anderen Partei ausnutzt.²¹² Auf diesem Wege kommt dem Eigentümer des Unternehmens das residuale Kontrollrecht zu, ex-post alle Entscheidungen zu treffen, die andernfalls zwischen den Parteien des marktlich organisierten Austauschverhältnisses hätten nachverhandelt werden müssen.²¹³ Vor dem Hintergrund dieses Erklärungsansatzes kann das Unternehmen als die Gesamtheit aller Güter, die in dessen Eigentum stehen oder die es kontrolliert, definiert werden.²¹⁴

Auch der Anwendungsbereich der *property rights* Theorie geht über die Erklärung der Entstehung von Unternehmen hinaus.²¹⁵ Für die Ökonomische Theorie der Publikumsgesellschaft ist die *property rights* Theorie zudem insofern interessant, als mit ihrer Hilfe die, für Publikumsgesellschaften charakteristische Trennung von Eigentum und Kontrolle untersucht werden kann.²¹⁶ Die Ursache für die

²⁰⁸ Vgl. Hart (1989), S.1765.

²⁰⁹ Vgl. Arnold (2007), S.26; ausführlich zu diesem Erklärungsansatz Grossman/Hart (1986), S.691ff.; Hart (1989), S.1757ff.; Hart/Moore (1990), S.1119ff.

²¹⁰ Vgl. Hart (1989), S.1765; Schmitz (2001), S.10; hierzu auch Gliederungspunkt 2.4.3.

²¹¹ Vgl. Hart (1989), S.1766f.; Schmitz (2001), S.11.

²¹² Vgl. Grossman/Hart (1986), S.693; Hart (1989), S.1767; Schmitz (2001), S.11.

²¹³ Vgl. Hart (1989), S.1765.

²¹⁴ Vgl. Grossman/Hart (1986), S.693; Hart (1989), S.1771.

²¹⁵ Vgl. zu der Anwendbarkeit im Patent-, Umwelt- und Haftungsrecht Picot/Dietl (1993), S.307ff.

²¹⁶ Vgl. Arnold (2007), S.27f.; Picot/Dietl (1993), S.309ff.; Ruffner (2000), S.135ff.

Trennung von Eigentum und Kontrolle, wird damit erklärt, dass das unternehmerische Größenwachstum erheblichen Kapitalbedarf auslöst. Das benötigte Kapital kann am günstigsten erlangt werden, indem einer Vielzahl von Investoren die Möglichkeit gegeben wird, Anteile an dem Unternehmen zu erwerben.²¹⁷ Würden nun alle Anteilseigner unmittelbar an den, das Unternehmen betreffenden Entscheidungsfindungsprozessen beteiligt sein, so hätte das zu hohen Entscheidungsfindungskosten zur Folge, die die Ersparnisse durch die Kapitalakquisition im Wege der breit gestreuten Anteilsveräußerung konsumieren würden. Aus diesem Grund wird argumentiert, dass die Übertragung der Kontrollrechte auf ein kleines Team spezialisierter Manager effizienter sei.²¹⁸ Ausgehend von dieser Beobachtung widmet sich die *property rights* Theorie dann der Frage, welchen, an dem Unternehmen beteiligten Parteien, das residuale Kontrollrecht gegenüber dem Management zukommen soll. Dabei kommen die Vertreter der *property rights* Theorie zu dem Ergebnis, dass das residuale Kontrollrecht den Anteilseignern zustehen sollte, da es ihnen wegen des diffusen Charakters ihrer Investition, im Vergleich zu den anderen Parteien, am wenigsten möglich ist, ihre Position in bilateralen Verträgen abzusichern.²¹⁹ Zudem sei der Vertrag zwischen Anteilseignern und dem Unternehmen am wenigsten vollständig, weshalb sie nach Vertragsabschluss besonders anfällig für *lock up* Situationen und nachträglichen Enteignung sein.²²⁰

3 Öffentliche Unternehmensübernahmen und der Markt für Unternehmenskontrolle

Der Markt für Unternehmenskontrolle umfasst nicht allein Unternehmensübernahmen im Zuge des Anteils- bzw. Beteiligungserwerbs (*share deal*), sondern auch die Kontrollerlangung durch den Erwerb sämtlicher Aktiva und Passiva eines Unternehmens (*asset deal*), durch Unternehmenszusammenschlüsse (*mergers*) und durch sogenannte *proxy fights*,²²¹ bei denen Kontrahenten des amtierenden Managements (in der Regel Anteilseigner) versuchen, eine ausreichende Anzahl an Stimmen für ihren Wahlvorschlag für den Vorstand der Gesellschaft zu werben.²²² Dieser Abschnitt wird sich, wegen der fehlenden Relevanz von *asset deals*,

²¹⁷ Vgl. Demsetz (1967), S.358; Picot/Dietl (1993), S.310.

²¹⁸ Vgl. Demsetz (1967), S.358; Picot/Dietl (1993), S.310.

²¹⁹ Vgl. Ruffner (2000), S.135f.

²²⁰ Vgl. Hart (1989), S.1766; Ruffner (2000), S.136 m.w.N.

²²¹ Vgl. Coppik (2007), S.92ff.

²²² Vgl. Herkenroth (1994), S.315ff.

Unternehmenszusammenschlüssen und *proxy fights* für den Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit, auf die ökonomischen Aspekte von öffentlichen Unternehmensübernahmen durch *share deals* konzentrieren. Unter öffentlichen Unternehmensübernahmen soll die Erlangung der Kontrolle über eine Gesellschaft durch Stimmrechtsmacht auf dem Wege des Anteilserwerbes, infolge eines öffentlich, an die Aktionäre einer Gesellschaft gerichteten, Erwerbsangebots verstanden werden. Für die nachfolgenden Darstellungen wird von dem materiellen Kontrollbegriff ausgegangen, der die tatsächliche Kontrolle über das Zielunternehmen voraussetzt.²²³ Unternehmenskontrolle ist dabei als ein über die von dem (nicht kontrollierenden) Aktieneigentum vermittelten Herrschafts- und Vermögensrechten hinausgehendes vermögenswertes Gut zu verstehen.²²⁴ Insbesondere von Unternehmenszusammenschlüssen unterscheidet sich die Unternehmensübernahme durch einen *share deal* darin, dass der Kontrollerwerb nicht immer mit der Zustimmung aller Beteiligten erfolgt.²²⁵ Kommt es zu einem Kontrollerwerb gegen den Willen des amtierenden Managements des Zielunternehmens, indem der Bieter die Mehrheitsbeteiligung des betreffenden Unternehmens erwerben konnte, so wird von einer „feindlichen“ Übernahme gesprochen. Mit dieser Bezeichnung ist allerdings noch keine Wertung darüber vorgenommen, ob die Übernahme ökonomische sinnvoll ist oder nicht und ob die Mitarbeiter und Kunden davon profitieren oder nicht.²²⁶

Sollen die Möglichkeiten der Einflussnahme der Aktionäre auf das Verhalten der Manager während des Übernahmeprozesses untersucht und entsprechende Vorschläge zu Regelungsalternativen entwickelt werden, ist die Frage nach den Ursachen und ökonomischen Funktionen sowie den Grenzen der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle von Bedeutung. In dem nachfolgenden Abschnitt soll ein kurzer Überblick über die Diskussionen zu diesen Fragen gegeben werden.

3.1 Ursachen von Unternehmensübernahmen

3.1.1 Ressourcenallokation und Kostenersparnisse

Ein bedeutender Teil der Ansätze zu den Ursachen von Unternehmensübernahmen sieht die Motivation hinter Unternehmensübernahmen in dem Bestreben, die in

²²³ Vgl. zur Unterscheidung zwischen formalem und materiellem Kontrollbegriff *KöKoWpÜG-Bülow*, § 29 Rn.68ff.

²²⁴ So bereits *Manne* (1965), S.112f.; vgl. auch *Coppik* (2007), S.108.

²²⁵ Vgl. *Coppik* (2007), S.95.

²²⁶ Vgl. *Jansen* (2008), S.116.

dem Unternehmen gebundenen Ressourcen wirksamer und ökonomischer einzusetzen und Kosten einzusparen.²²⁷ Dabei unterscheiden sich die Ansätze allerdings in ihrer Argumentation zu den konkreten Ursachen für das Zustandekommen von Unternehmensübernahmen.

Ein Erklärungsansatz sieht die Ursache von Unternehmensübernahmen in Ineffizienzen des Managements des Zielunternehmens begründet.²²⁸ Die Grundannahme dieser These ist, dass sich die Qualität des Managements einer Publikumsgesellschaft in deren Aktienkurs widerspiegelt. Lässt die Qualität des Managements nach, so sinkt auch der Aktienkurs. Die Gesellschaft wird in diesem Fall als Übernahmeobjekt attraktiv, da andere Gesellschaften nach günstigen Investitionsmöglichkeiten suchen, die auch darin bestehen können, Unternehmen mit einem ineffizienten Management zu übernehmen und dessen Aktienkurs durch eine Optimierung der Ressourcenallokation zu steigern.²²⁹ Je stärker der Aktienkurs einer Gesellschaft in der Folge ineffizienter Managerleistung fällt, desto größer wird der Anreiz für potentielle Bieter mit einem effizienteren Management, die Gesellschaft zu übernehmen.²³⁰

In ähnlicher Weise argumentiert auch die *free cash flow* Theorie nach der auch erfolgreich geführte Unternehmen zum Gegenstand von Unternehmensübernahmen werden können, wenn diese über einen Überschuss an liquiden Mittel verfügen, die nicht an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.²³¹ Da die Gefahr besteht, dass diese Geldmittel von einem, auf seine eigenen Interessen bedachten Managements, nicht im Sinne der Anteilseigner verwendet werden, wird der Wert des Unternehmens fallen.²³² Andererseits signalisiert das liquide Vermögen eine positive Unternehmensperformance.²³³ Das Unternehmen wird infolgedessen für einen Kontrollerwerb besonders attraktiv, weil im Falle einer Übernahme nicht nur an der positiven Unternehmensperformance partizipiert werden kann, sondern auch

²²⁷ Vgl. *Kirchner* (1999), S.481; *Lucks/Meckl* (2002), S.5f.; zur Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle vgl. Gliederungspunkt 3.2.2.

²²⁸ Vgl. grundlegend hierzu *Manne* (1965), S.110ff.; hierzu auch *Herkenroth* (1994), S.315 sowie Gliederungspunkt 3.2.1 mit kritischen Anmerkungen und Ableitungen aus diesem Ansatz zur Disziplinierungsfunktion Markts für Unternehmenskontrolle.

²²⁹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.33.

²³⁰ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.315; *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.12ff.

²³¹ Vgl. grundlegend hierzu *Jensen* (1988b), S.321ff.; *Jensen* (1988a), S.21ff.; ausführlich hierzu auch *Mühle* (2002), S.66ff.

²³² Vgl. *Jensen* (1988a), S.29.

²³³ Vgl. *Jensen* (1988b), S.335ff.

der potentielle Mehrwert der freien Vermögenswerte, der wegen der Missbrauchsgefahr nicht vollständig im Aktienkurs des Zielunternehmens aufgeht, realisiert werden kann.²³⁴

Desweiteren werden Unternehmensübernahmen mit dem Potential für operative Synergieeffekte begründet. Diese können zum einen durch eine verbesserte Kostenstruktur von Unternehmen infolge des Größenzuwachses (sog. *economics of scale*) und zum anderen durch die Vorteile aus der Verbindung komplementärer Ressourcen (sog. *economics of scope*) realisiert werden.²³⁵

Auch die Reduzierung von Transaktionskosten,²³⁶ steuerliche Erwägungen,²³⁷ sowie die Erschließung neuer Finanzierungs- und Investitionsmöglichkeiten²³⁸ werden im Zusammenhang mit dem Bestreben nach einer Optimierung der Ressourcenallokation und Kosteneinsparungen als mögliche Ursachen für Unternehmensübernahmen diskutiert.

3.1.2 Markttineffizienzen

Andere Ansätze erklären das Phänomen der Unternehmensübernahmen mit Ineffizienzen des Kapitalmarkts.²³⁹ So halten einige Autoren die Unterbewertung potentieller Zielunternehmen durch Informationsineffizienzen für den wesentlichen Faktor für Unternehmensübernahmen.²⁴⁰ Bieter werden in diesem Fall versuchen, durch die Übernahme die Arbitrage zwischen dem Börsenkurs und dem tatsächlichen Wert der Gesellschaft zu realisieren. Auch wenn Anhänger der Hypothese effizient arbeitender Kapitalmärkte anerkennen, dass eine Unterbewertung von Unternehmen möglich ist,²⁴¹ muss sich dieser Ansatz empirische Daten entgegen-

²³⁴ Vgl. zu den Ableitungen aus der *Free Cash Flow*-Theorie für die zur Disziplinierungsfunktion Markts für Unternehmenskontrolle Gliederungspunkt 3.2.1.

²³⁵ Vgl. *Coffee* (1984), S.1166ff.; *Bradley* (1980), S.345; *Gilson* (1981), S.873; kritisch *Reul* (1991b), S.171f.; *Krause* (1996), S.100; zusammenfassend *Herkenroth* (1994), S.330; *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.11ff.

²³⁶ Vgl. *Lenel* (1992), S.17f. mit kritischen Anmerkungen; *Lindstädt* (2006), S.72ff.

²³⁷ Vgl. *Bak* (2003), S.108f. und in Bezug auf das US-amerikanische Regelungsumfeld *Hahn* (1992), S.104ff. jeweils mit kritischen Anmerkungen. *Romano* (1992), S.133ff. diskutiert diesen Ansatz ausführlich unter dem Aspekt der Ausbeutung von Steuerzahlern.

²³⁸ Vgl. *Lucks/Meckl* (2002), S.9.

²³⁹ Vgl. hierzu *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. 26ff.; *Mühle* (2002), S.64f.

²⁴⁰ Vgl. *Lowenstein* (1983), S.274; *Shubik* (1988), S.41ff.

²⁴¹ So beispielsweise *Bebchuk* (1982b), S.34ff.

halten lassen, nach denen Kursgewinne der Zielunternehmen, die während des Übernahmeverfahrens realisiert wurden, in der Regel verloren gehen, wenn eine Übernahme letztlich scheitert.²⁴² Auch die Argumentation, der zufolge eine Unterbewertung dadurch entsteht, dass Investoren dazu tendieren, langfristige Vorteile zugunsten kurzfristiger Gewinne zu realisieren und dass Unternehmen die langfristig angelegte Investitionen tätigen infolgedessen unterbewertet sind,²⁴³ wird von empirischen Daten nicht gestützt.²⁴⁴

3.1.3 Umverteilungstheorien

Die sogenannten Umverteilungstheorien sehen die Ursachen für Unternehmensübernahmen darin, dass diese dem Bieter die Möglichkeit geben, Gewinne aus der Übernahme durch Wohlfahrtstransfers zulasten anderer Interessengruppen zu realisieren.²⁴⁵

3.1.3.1 Umverteilung zulasten der Altgläubiger

So wird argumentiert, dass im Falle eines großen Fremdfinanzierungsanteils bei Unternehmensübernahmen, wie beispielsweise bei *leveraged buyouts*, Wohlfahrtstransfers zulasten der Altgläubiger des Zielunternehmens zu erwarten sein.²⁴⁶ Die durch die Fremdfinanzierung eintretende Neuverschuldung wird regelmäßig nicht durch den *cash flow* des Zielunternehmens gedeckt. Indem damit auch das gebundene Vermögen des Zielunternehmens Haftungsmasse für die neuen Gläubiger wird, erhöht sich das Risiko für die Altgläubiger, falls diese sich nicht zuvor entsprechend vertraglich abgesichert haben.²⁴⁷ Empirische Untersuchungen konnten indes keine signifikanten Wohlfahrtstransfers infolge von Unternehmensübernahmen zulasten der Altgläubiger feststellen.²⁴⁸

3.1.3.2 Umverteilung zulasten der Arbeitnehmer

²⁴² Vgl. *Bradley/Desai/Kim* (1983), S.197; so auch *Herkenroth* (1994), S.333; *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.26ff.

²⁴³ Vgl. *Romano* (1992), S.144f.,

²⁴⁴ Vgl. *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.55 m.w.N.

²⁴⁵ Vgl. ausführlich hierzu *Herkenroth* (1994), S.334ff.; *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.18ff.

²⁴⁶ Vgl. *Lipton* (1987), S.27; *Mühle* (2002), S.76ff.

²⁴⁷ Vgl. auch *Romano* (1992), S.136f.

²⁴⁸ Vgl. *Romano* (1992), S.137; für LBOs *Asquith/Wizman* (1990), S.195ff.

Ein, die Arbeitnehmer betreffender Ansatz der Umverteilungstheorien, sieht als den Grund für Unternehmensübernahmen die Motivation der Aktionäre des Zielunternehmens, sich mit Hilfe öffentlicher Übernahmen von impliziten, also auf Vertrauen beruhenden und auf die Sicherung einer langfristigen Zusammenarbeit ausgelegten Verträgen zwischen dem Unternehmen und den Arbeitnehmern zu lösen.²⁴⁹ Im Zuge der feindlichen Übernahme können die Aktionäre nämlich den Austausch des amtierenden Managements herbeiführen, wenn dieses zum Bruch der impliziten Verträge nicht bereit ist, und über die Einsetzung eines neuen Managements die Loslösung von den unerwünschten impliziten Verträgen erwirken.²⁵⁰ Regelmäßig wird auf diese Weise versucht, Arbeitsplätze abzubauen und Gewinne aus der Transaktion zulasten der Arbeitnehmer zu erzielen. Empirische Daten können diesen Befund allerdings nicht bestätigen.²⁵¹ Auch muss beachtet werden, dass ein möglicher Arbeitsplatzabbau gerade der Beseitigung von Ineffizienzen in dem betroffenen Unternehmen oder allgemeinen Strukturschwierigkeiten einer Branche geschuldet sein kann und nicht auf die Ausbeutung der Arbeitnehmer gerichtet ist.²⁵²

3.1.3.3 Umverteilung zulasten der Aktionäre und das Gefangenendilemma

Die bedeutendste Variante der Umverteilungstheorien führt als Motiv für Unternehmensübernahmen die Möglichkeit des Bieters an, die in dem übernommenen Zielunternehmen verbleibenden Minderheitsaktionäre auszubeuten.²⁵³ Die Ursache für die Wohlfahrtstransfers zulasten der Minderheitsaktionäre liegt nach dieser Theorie in dem Übergang der Kontrolle über die Unternehmensressourcen auf den Erwerber. Zu einer Beeinträchtigung der Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre kommt es dann, wenn ihre Entscheidungsrechte, mit denen sie ihre Nutzungschancen und –risiken steuern können, dadurch beeinträchtigt werden, dass sich zuvor gestreute Entscheidungsrechte bei dem Erwerber konzentrieren.²⁵⁴ Damit hat der Kontrollerwerber die Möglichkeit, seine Gewinne zu maximieren und Verluste auf die Minderheitsgesellschafter abzuwälzen. Dies kann sowohl durch die zielgerichtete Ausbeutung der Minderheitsaktionäre als auch schleichend, über die Besetzung des Managements oder die entscheidende Einfluss-

²⁴⁹ Vgl. *Shleifer/Summers* (1991), S.41.

²⁵⁰ Vgl. *Hahn* (1992), S.110ff.; *Herkenroth* (1994), S.335.

²⁵¹ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.335 m.w.N.

²⁵² Vgl. *Hahn* (1992), S.108, *Herkenroth* (1994), S.335f.

²⁵³ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.336ff.; *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.20ff.; *Reul* (1991b), S.133ff.; *Schwartz* (1993), S.271ff.

²⁵⁴ Vgl. *Schwartz* (1993), S.271.

nahme auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens zugunsten des Kontrollerwerbers geschehen.²⁵⁵

Vor dem Hintergrund dieser Ausbeutungsgefahr geraten die Aktionäre des Zielunternehmens in eine Drucksituation, die wegen mangels Koordinierungsmöglichkeiten während des Übernahmeverfahrens, von dem Bieter zur Erpressung der Aktionäre ausgenutzt werden kann.²⁵⁶ Der Grund hierfür liegt in dem Problem des Kollektivhandelns, das dazu führt, dass Aktionäre einer Publikumsgesellschaft ihre Entscheidungen nicht aufeinander abstimmen können.²⁵⁷ Jeder Aktionär muss folglich mit der Möglichkeit rechnen, dass die übrigen Aktionäre auf das Angebot eingehen und dass es damit, unabhängig von seiner eigenen Entscheidung über die Annahme des Angebots, zu einer Übernahme kommt. Daher wird er die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns oder Erfolges des Angebots und die damit verbundenen Konsequenzen in seine Verkaufsentscheidung miteinbeziehen. Jeder Aktionär muss davon ausgehen, bei Ablehnung des Angebots zu einem Minderheitsaktionär in einem vom Bieter beherrschten Unternehmen zu werden. Damit setzen sich die Aktionäre dem Ausbeutungsrisiko und der Gefahr aus, dass der Börsenwert derartiger Minderheitsanteile unter den Preis, den der Bieter im Rahmen des Übernahmeangebots für die Beteiligung geboten hat, fällt. Infolgedessen geraten die Aktionäre in ein, aus der Spieltheorie bekanntes Gefangenendilemma, in dem sie letztlich einem faktischen Zwang zur Annahme des Übernahmeangebots unterliegen.²⁵⁸ Das hat zur Folge, dass Übernahmeangebote auch dann Erfolg haben können, wenn der gebotene Preis aus Sicht der Mehrheit der Aktionäre als unzureichend erachtet wird.²⁵⁹ Erfolgt die Übernahme wegen des dargestellten faktischen Verkaufszwangs zu einem zu geringen Preis, so ist darin eine Umverteilung zulasten der Aktionäre zu sehen, soweit die Nachteile nicht durch ein entsprechend diversifiziertes Portfolio der Aktionäre kompensiert werden.²⁶⁰

²⁵⁵ Vgl. *Mühle* (2002), S.73f.; *Reul* (1991b), S.132f. *Schwartze* (1993), S.272; mit kritischen Anmerkungen *KoKoWpÜG-Hirte* (2003). Einl. Rn.20ff.; Ausführlich zum Problem der „harten“ und „sanften“ Ausbeutung der Minderheitsaktionäre *Reul* (1991b), S.197ff.

²⁵⁶ Vgl. grundlegend *Bebchuk* (1985), S.1693ff.; *Bebchuk* (1988), S.371ff.; *Bebchuk* (2002), S.973ff.; ausführlich hierzu auch *Mai* (2004), S.117ff.; *Mühle* (2002), S.85ff.

²⁵⁷ Vgl. ausführlich zu dem Problem der kollektiven Aktion Gliederungspunkt 7.2.2.1.

²⁵⁸ Vgl. *Bebchuk* (1985), S.1693; *Fleischer/Kalss* (2002), S.36; zur Spieltheorie *Holler/Illing* (2006).

²⁵⁹ Vgl. *Bebchuk* (1985), S.16 (1995); *Mai* (2004), S.120; *Mühle* (2002), S.86.

²⁶⁰ Vgl. kritisch zu dem Aspekt der diversifizierten Portfolios Gliederungspunkt 7.1.2.1.2.

Im Zusammenhang mit der soeben dargestellten These muss allerdings beachtet werden, dass die Intensität der beschriebenen Effekte stark von der Ausgestaltung des Übernahmeverfahrens und insbesondere den Lösungsansätzen zu Kollektiventscheidungsproblemen abhängt. Besonders Teilangebote, bei denen nicht alle Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Anteile zu vernünftigen Konditionen an den Erwerber abzugeben, bergen die Gefahr in sich, von Bietern zur Ausbeutung der Aktionäre missbraucht zu werden.²⁶¹

Im Hinblick auf eine mögliche Umverteilung zulasten der Aktionäre konnte beobachtet werden, dass Zielunternehmen nach der Übernahme häufig einen leichten Kursverlust im Vergleich zu dem gezahlten Übernahmepreis zu verzeichnen haben.²⁶² Der Grund hierfür kann zunächst darin gesehen werden, dass sich der Erwerber bei der Kalkulation des Übernahmepreises vertan hat. Allerdings kann der Erwerber auch korrekt kalkuliert haben, die Kursverluste dadurch zu kompensieren, dass er die Differenz zwischen dem gesunkenen Börsenkurs nach der Übernahme und dem Übernahmepreis durch die Ausbeutung der verbleibenden Minderheitsaktionäre realisiert.²⁶³

Eine Umverteilung zulasten der Aktionäre kann also sowohl in Gestalt der Ausbeutung verbleibender Minderheitsaktionäre im neu entstandenen Konzernverbund erfolgen, als auch durch die Ausnutzung des Verkaufsdrucks der Aktionäre, zur Zahlung einer zu geringen Kontrollprämie.

3.1.4 Unternehmensstrategische Ursachen

Andere Erklärungsansätze sehen die Ursachen für Unternehmensübernahmen in strategischen Erwägungen begründet. So wird angeführt, dass Unternehmen durch Übernahmen ihre Marktmacht und damit ihr Preis- und Verhandlungsspielräume erhöhen²⁶⁴ und sich Wettbewerbsvorteile sichern können, indem sie durch externes Wachstum ihre strategische Positionierung verbessern.²⁶⁵ Darüberhinaus bieten Unternehmensübernahmen die Möglichkeit, das Geschäftsportfolio zu diversifizieren und damit Risiken zu streuen.²⁶⁶ Schließlich wird in Unternehmensübernahmen ein Weg gesehen, fehlende Ressourcen, *know-how* und

²⁶¹ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.20ff.; *Reul* (1991b), S.139f.

²⁶² Vgl. *Bradley* (1980), S.346; *Reul* (1991b), S.203f.

²⁶³ Vgl. *Bradley* (1980), S.367; *Reul* (1991b), S.203f.

²⁶⁴ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.332; *Lindstädt* (2006), S.69ff.

²⁶⁵ Vgl. *Lucks/Meckl* (2002), S.9.

²⁶⁶ Vgl. *Balz/Arlinghaus* (2003), S.26f.

technologische Innovationen für die Erschließung neuer Geschäftsfelder zu akquirieren.²⁶⁷

3.1.5 Persönliche Motive der Unternehmensleitung

Schließlich wird das Zustandekommen von Unternehmensübernahmen mit persönlichen Motiven der Unternehmensleitung erklärt. Die in diesem Zusammenhang entwickelten Thesen fußen auf empirischen Beobachtungen, die belegen, dass Unternehmensübernahmen nicht nur mit dem Ziel der Marktwertmaximierung zu erklären sind.²⁶⁸ So wurde beobachtet, dass es häufig infolge der Ankündigung einer Unternehmensübernahme zu erheblichen Kurseinbrüchen auf der Seite des Bieters kam und Unternehmensübernahmen in besonders hoher Konzentration bei konglomeraten Zusammenschlüssen scheiterten.²⁶⁹ Daraus wurde der Schluss gezogen, dass das Zustandekommen von Unternehmensübernahmen auch auf nicht ökonomische Faktoren zurückzuführen sein muss.²⁷⁰ Diese Thesen, die im Gegensatz zu den zuvor dargestellten Erklärungsansätzen nicht auf objektive ökonomische Zusammenhänge, sondern auf die individuellen Interessen des Managements abstellen, werden in der Literatur unter den Begriffen *empire building* und *hybirs hypothesis* diskutiert.²⁷¹

Die *empire building* These beschreibt einen Ansatz, nach dem das Management einer Bietergesellschaft die Entscheidung zur Übernahme eines anderen Unternehmens nicht an den Interessen der Anteilseigner ausrichtet, sondern an dem Ziel ein *corporate empire* zu errichten.²⁷² Die persönliche Motivation zur Errichtung eines *corporate empire* kann beispielsweise in der Erweiterung des Einflussbereichs des Managements und dem damit verbundenen Zugewinn an Macht, Prestige und Selbstbestätigung liegen.²⁷³ Auch das Streben nach einer besseren Entlohnung, die gewöhnlich mit der Zunahme der Unternehmensgröße einhergeht, oder

²⁶⁷ Vgl. Lucks/Meckl (2002), S.7f.

²⁶⁸ Vgl. Roll (1986), S.205.

²⁶⁹ Vgl. Black (1989), S.19ff.

²⁷⁰ Vgl. Herkenroth (1994), S.330.

²⁷¹ Vgl. grundlegend hierzu Romano (1992), S.145ff.

²⁷² Vgl. Herkenroth (1994), S.330f. (allerdings ohne zwischen *empire building* und *hybirs hypothesis* zu unterscheiden); KöKoWpÜG-Hirte, Einl. Rn.28ff.; Lucks/Meckl (2002), S.10.

²⁷³ Vgl. Lucks/Meckl (2002), S.10.

der Schutz vor der Gefahr des Arbeitsplatzverlustes infolge von Unternehmensübernahmen, können in diesem Zusammenhang angeführt werden.²⁷⁴

Die *hybirs hypothesis* vermutet die Ursache von Unternehmensübernahmen in einer Fehleinschätzung des Managements hinsichtlich des tatsächlichen Wertes des Zielunternehmens oder seiner Fähigkeit, das erworbene Unternehmen in gewinnbringender Weise zu leiten.²⁷⁵

3.1.6 Stellungnahme

Aus der vorangegangenen Darstellung wird deutlich, dass den Erklärungsansätzen sehr unterschiedliche Annahmen zugrundeliegen und sie für die Beschreibung der Ursachen für Unternehmensübernahmen keine einheitliche Perspektive einnehmen. Es ist wichtig zu betonen, dass die unterschiedlichen Theorien keineswegs abschließend sind. Soweit sie sich nicht widersprechen, müssen sie als komplementäre Ansätze zur Erklärung eines Phänomens verstanden werden,²⁷⁶ dessen Zustandekommen von mehreren unterschiedlichen Ursachen bedingt sein kann.²⁷⁷ Eine abschließende Erklärung für die Entstehung von Unternehmensübernahmen können die dargestellten Theorien nicht bieten.²⁷⁸ Zugleich wird anhand der unterschiedlichen Ansätze deutlich, dass Unternehmensübernahmen vor dem Hintergrund eines komplexen Geflechts von Motivationen und Interessen der unterschiedlichen Akteure und Betroffenen des Übernahmeverfahrens zu sehen sind.²⁷⁹ Auch muss beachtet werden, dass sich die Erklärungsansätze, einschließlich der empirischen Daten, ihren Ursprung weitestgehend in der US-amerikanischen Forschung haben. Wegen der unterschiedlichen rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen in den USA und Deutschland dürfen die diese deshalb nicht ohne eine gewisse Zurückhaltung auf den deutschen Markt für Unternehmenskontrolle übertragen werden.²⁸⁰

3.2 Die ökonomischen Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle

²⁷⁴ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.28ff.; *Lucks/Meckl* (2002), S.10.

²⁷⁵ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.28ff.; *Roll* (1986), S.186; *Romano* (1992), S.150ff.

²⁷⁶ Vgl. *Jensen* (1986), S.328; *Jensen* (1988b), S.333; *Lenel* (1992), S.10.

²⁷⁷ Vgl. *Arnold* (2007), S.245; *Lenel* (1992), S.20; *Schwartz* (1993), S.269; So zu verstehen auch *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.11ff und 33f.; *Kirchner* (1999), S.484.

²⁷⁸ Vgl. *Liekefett* (2004), S.826.

²⁷⁹ Vgl. *Coppik* (2007), S.104f.

²⁸⁰ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.31f.; ausführlich *Mühle* (2002), S.118ff.

Im Zusammenhang mit den ökonomischen Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle werden im Wesentlichen zwei Kategorien diskutiert, denen zufolge der Markt für Unternehmenskontrolle zu einer effizienten Ressourcenallokation beitragen soll: Zum einen soll der Markt für Unternehmenskontrolle durch seine bloße Existenz disziplinierende Wirkung auf das Management im Rahmen der Agenturproblematik entfalten, und zum anderen durch die tatsächliche Zustandekommen von Unternehmensübernahmen einen Beitrag zu der Verbesserung der Ressourcenallokation leisten.

3.2.1 Disziplinierungsfunktion

Ein Ansatz der sich mit der Funktion des Markts für Unternehmenskontrolle befasst, diskutiert diese im Zusammenhang mit dem unternehmensinternen Kontrollgefüge. Im Zentrum dieser Diskussion steht die These, dass der Markt für Unternehmenskontrolle eine disziplinierende Wirkung auf das Management entfaltet und damit als Kontrollmechanismus im Hinblick auf die Agenturproblematik dient.²⁸¹ Dieser These liegt die bereits oben erwähnte Annahme zugrunde, dass sich die Qualität des Managements einer Publikumsgesellschaft im Aktienkurs widerspiegelt und dieser mit dem Nachlassen der Qualität des Managements fällt.²⁸² Geschieht dies, so werden Unternehmen mit einem leistungsfähigeren Management auf diesen Umstand aufmerksam und versuchen durch den Erwerb von Aktien – in der Regel auf dem Wege der öffentlichen Übernahme – die Herrschaft über das Unternehmen zu erlangen, um den Aktienkurs der Gesellschaft durch die Optimierung der Ressourcenverwendung zu steigern.²⁸³ Es ist zu erwarten, dass es zu diesem Zweck zunächst zu einem Austausch des bisherigen ineffizienten Managements kommen wird.²⁸⁴ Die Existenz von Unternehmensübernahmen mit der damit verbundenen Gefahr für die Manager des Zielunternehmens, ihre Leitungsmacht zu verlieren, entfaltet damit als Sanktionsmechanismus präventiv-verhaltenssteuernde Wirkung auf das Management.²⁸⁵ Um dieser Gefahr zu entgehen, wird das Management darum bemüht sein, den Aktienkurs hoch zu hal-

²⁸¹ Vgl. grundlegend *Manne* (1965), S.110ff.

²⁸² Vgl. Gliederungspunkt 3.1.1.

²⁸³ Vgl. *Bebchuk* (1982a), S.1030; *Easterbrook/Fischel* (1981), S.1169ff.; *Gilson* (1981), S.841; *Jensen* (1988a), S.23ff.

²⁸⁴ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.35.

²⁸⁵ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1981), S.1174; so auch *Arnold* (2007), S.236; *Hahn* (1992), S.117. Untersuchungen zeigen, dass über 60% der Manager innerhalb von drei Jahren nach erfolgreicher feindlicher Übernahme ihre Beschäftigung verlieren. Demgegenüber beträgt die Entlassungsquote bei normalem Geschäftsverlauf lediglich 21%, hierzu *Bak* (2003), S.95 m.w.N.

ten, was zu einer Interessenanbindung an die Ziele der Anteilseigner führt.²⁸⁶ Daneben kann auch ein bereits abgegebenes Übernahmeangebot eine positive verhaltenssteuernde Wirkung auf das Management ausüben, wenn es noch die Möglichkeit sieht, die Übernahme durch unternehmenswertsteigernde Maßnahmen abzuwehren.²⁸⁷ Auf diese Weise kommt dem Markt für Unternehmenskontrolle im Hinblick auf die Agenturproblematik eine disziplinierende Funktion zu²⁸⁸ und trägt zur Reduktion von Transaktionskosten bei.²⁸⁹

3.2.2 Allokationsfunktion

Einem bedeutenden Teil der Ansätze zur Erklärung von Unternehmensübernahmen liegt die Annahme zugrunde, dass diese dazu beitragen, dass das Gut Unternehmenskontrolle sowie die in dem Unternehmen gebundenen Ressourcen durch den Marktmechanismus des Kapitalmarkts, ihrer optimalen ökonomischen Verwendung zugeführt werden.²⁹⁰

Wie soeben dargestellt wurde, wird dem Markt für Unternehmenskontrolle die Fähigkeit zugesprochen, disziplinierende Wirkung auf das Management auszuüben.²⁹¹ Setzt die Existenz des Markts für Unternehmenskontrolle als externer Kontrollmechanismus einen positiven Leistungsanreiz für das Management, so sorgt das für eine Reduktion der Agenturkosten. Dies ist zum einen auf die Tatsache zurückzuführen, dass Anreizsysteme keine Kontroll- und Überwachungskosten verursachen.²⁹² Zum anderen kann die Verstärkung der Interessenbindung des Managements an die Ziele der Anteilseigner dazu führen, dass das Management darum bemüht sein wird, die in dem Unternehmen gebundenen Ressourcen einer optimalen Verwendung zuzuführen, da Unternehmen nur durch einen sparsamen und effizienten Umgang mit den knappen Ressourcen und permanente Leistungssteigerung im Markt überleben können.²⁹³ Als Beispiel kann die *free cash flow* Theorie genannt werden, nach der die Übernahmegefahr für ein Unternehmen

²⁸⁶ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.35.

²⁸⁷ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1981), S.1169ff.; *Kirchner* (1999), S.483; hierzu auch Gliederungspunkt 4.1.

²⁸⁸ Vgl. *Arnold* (2007), S.235ff.; *Herkenroth* (1994), S.314.

²⁸⁹ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.17; hierzu auch Gliederungspunkt 3.2.1.

²⁹⁰ Vgl. *Bebchuk* (1994), S.957ff.; *Kirchner* (1999), S.481; *Lucks/Meckl* (2002), S.5f.; *Schwarze* (1993), S.267.

²⁹¹ Vgl. Gliederungspunkt 3.2.1.

²⁹² Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1824.

²⁹³ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.39.

dann steigt, wenn es über zu viele liquide Mittel verfügt.²⁹⁴ Aus diesem Grund wird sich das Management veranlasst sehen, die liquiden Mittel effizienter zu verwenden. Soweit die Disziplinierungswirkung zu einer Optimierung der Unterstruktur und der Größe des Unternehmens führt, ist das nicht nur den Interessen der Anteilseigner und der übrigen Stakeholder förderlich, sondern führt in der Regel auch zu einer Steigerung des gesamtwirtschaftlichen Nutzens.²⁹⁵

Über diese, auf die internen Strukturen des Unternehmens bezogenen positiven Wirkungen hinaus, soll der Markt für Unternehmenskontrolle auch über den Marktmechanismus zu einer Optimierung der Ressourcenallokation beitragen. Mit der Möglichkeit der Aktionäre, ihre, in den Unternehmensanteilen repräsentierten Entscheidungsrechte über die Verwendung der im Unternehmen gebundenen Ressourcen zu verkaufen, kann der Kapitalmarkt zu einem Mechanismus werden, der über die Zuordnung dieser Ressourcen entscheidet.²⁹⁶ In diesem Fall unterliegen Unternehmensübernahmen einem Marktprozess, der Transaktionen gestattet, durch die sich die Beteiligten besser stellen und Ressourcen an den Ort ihrer wirtschaftlich wertvollsten Verwendung gelangen können. Wird davon ausgegangen, dass die Marktakteure nutzenmaximierend handeln und die gleiche Verhandlungsmacht haben, so kann bereits aus der Tatsache, dass sich die Akteure auf eine Transaktion geeinigt haben, darauf geschlossen werden, dass sich beide Parteien positive allokativen Wirkungen versprechen.²⁹⁷ Der Markt für Unternehmenskontrolle kann damit eine Infrastruktur bereitstellen, über die Ressourcen Verwendungen zugeführt werden können, die die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt steigern.²⁹⁸

3.2.3 Kritik: Die Grenzen der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle

Die Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle sind umstritten und Gegenstand wissenschaftlicher Kontroversen. Gegen die soeben dargelegten positiven ökonomischen Funktionen werden unterschiedliche Problemfelder angeführt, die in letzter Konsequenz zu einem Versagen des Markts für Unternehmensübernahmen führen können, infolgedessen die positiven ökonomischen Effekte entfal-

²⁹⁴ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.1.

²⁹⁵ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.37 mit Beispielen und kritischen Anmerkungen auf S.42.

²⁹⁶ Vgl. *Schwarze* (1993), S.271.

²⁹⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.108f.

²⁹⁸ Vgl. *Schwarze* (1993), S.271.

len. Die nachfolgende Darstellung soll einen Überblick über die wichtigsten Problemfelder geben.

3.2.3.1 Ineffizienzen des Kapitalmarkts

Den positiven ökonomischen Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle werden teilweise Argumente entgegengehalten, die sich auf die These stützen, der Kapitalmarkt arbeite ineffizient. So können aus dem Markt für Unternehmenskontrolle nur dann diejenigen Steuerimpulse erwachsen, die über den Marktmechanismus zu einer zweckmäßigen Allokation der in dem Unternehmen gebundenen Ressourcen führen, wenn der Kapitalmarkt effizient arbeitet. Denn nur dann kann der Bieter anhand des Börsenkurses das potentielle Zielunternehmen, dessen Übernahme zu einer Verbesserung führen kann, überhaupt erkennen.²⁹⁹ Andernfalls ist nicht auszuschließen, dass Unternehmensübernahmen auch dann stattfinden, wenn diese aus einzel- oder gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht gerechtfertigt sind.³⁰⁰ Auch kann der Markt für Unternehmenskontrolle nur dann seine disziplinierende Wirkung entfalten, und damit zu einer Reduktion von Transaktionskosten beitragen, wenn die Qualität des Managements tatsächlich im Börsenkurs der Gesellschaft abgebildet wird.

Folglich werden Disziplinierungs- und Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle durch die *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) bedingt, nach der der Aktienkurs einer Gesellschaft alle allgemein zugänglichen Informationen widerspiegelt. Diese vorherrschende Variante der ECMH wird als „Semi-Strong“ bezeichnet, da sie lediglich auf die allgemein zugänglichen und nicht auf alle vorhandenen Informationen abstellt.³⁰¹ Die ECMH wird unter Rückgriff auf theoretische und empirische Argumente kritisiert.³⁰² Auf theoretischer Ebene stützen sich die Argumente beispielsweise darauf, dass nicht zu erwarten ist, dass alle Marktteilnehmer in gleicher Weise Zugang zu den, für die Preisbildung am Kapitalmarkt relevanten Informationen haben, und diese gleichermaßen effektiv verarbeiten können.³⁰³ Die Argumente, die der ECMH auf der Grundlage empirischer Erhebungen entgegengehalten werden, beruhen auf der

²⁹⁹ Vgl. Arnold (2007), S.252.

³⁰⁰ Vgl. Immenga/Noll (1990), S.46.

³⁰¹ Vgl. grundlegend Fama (1970), S.383ff.; hierzu auch Mühle (2002), S.(1990)ff.; Herkenroth (1994), S.323ff.

³⁰² Vgl. zur Kritik an der ECMH im Lichte der aktuellen Finanzkrise für viele Grantham, „Poking Holes in a Theory of Markets“ in: New York Times vom 5.6.2009; McCulley, „Has ‚guiding model‘ for global markets gone haywire“ in: Jerusalem Post vom 11.6.2009.

³⁰³ Vgl. Immenga/Noll (1990), S.47.

Beobachtung stark volatiler Aktienkurse.³⁰⁴ Kritiker führen in diesem Zusammenhang an, dass sich diese starken Kursschwankungen nicht allein auf veränderte Dividendenerwartungen zurückführen lassen.³⁰⁵ Vielmehr soll der Aktienkurs einer Gesellschaft auch durch psychologisch bedingte Fehlschlüsse und spekulative Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst sein.³⁰⁶ Für den deutschen Kapitalmarkt konnte die Geltung der ECMH durch empirische Erhebungen nur mit deutlichen Einschränkungen verifiziert werden.³⁰⁷ Befürworter der ECMH führen indes an, dass die Gültigkeit der Hypothese auf der Grundlage der empirischen Erkenntnisse jedoch auch nicht eindeutig widerlegt werden könne³⁰⁸ und mögliche Ineffizienzen im Laufe der Zeit durch die Entwicklungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie abnehmen werden.³⁰⁹

3.2.3.2 Transaktionskostenintensität

Transaktionskosten, die im Zusammenhang mit dem Übernahmeverfahren anfallen, können ebenfalls die positiven ökonomischen Funktionen von Unternehmensübernahmen beeinträchtigen.³¹⁰ So wird das Bieterunternehmen während der Planungsphase seine internen Strukturen und seine Marktpositionierung genau analysieren, um festzustellen, ob die Akquisition eines anderen Unternehmens überhaupt sinnvoll ist und welche Ziele mit einer Akquisition verfolgt werden sollen. In der Vorbereitungsphase wird dann nach möglichen Zielunternehmen Ausschau gehalten, um schließlich in der Durchführungsphase ein konkretes Unternehmen zu prüfen (sog. *due diligence*) und das Übernahmeverfahren einzuleiten.³¹¹ Dabei entstehen ex-ante Planungs-, Such-, Informations-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten durch die Beanspruchung interner Ressourcen und insbesondere durch die hohen Kosten, die das Heranziehen externer Berater wie Banker und Anwälte verursacht.³¹² Ex-post Transaktionskosten entstehen infolge der Integration des übernommenen Unternehmens in die Unternehmensstruktur des Bieters. Denn zum einen müssen die Prozesse der Unternehmen auf einander abzustimmen werden und zum anderen muss mit kostenintensiven Regulierungs-

³⁰⁴ Vgl. *Shiller* (1981), S.421ff.

³⁰⁵ Vgl. *Shiller* (1981), S.433ff.; hierzu auch *Immenga/Noll* (1990), S.50.

³⁰⁶ Vgl. *Shiller* (1988), S.61. So auch *Herkenroth* (1994), S.326 m.w.N.

³⁰⁷ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.326 Fn.131 m.w.N.

³⁰⁸ Vgl. *Mühle* (2002), S.93 m.w.N.

³⁰⁹ Vgl. *Mühle* (2002), S.93.

³¹⁰ Vgl. *Black* (1992), S.832; *Coffee* (1991), S.1368; *Rock* (1991), S.486; *Ruffner* (2000), S.414.

³¹¹ Vgl. ausführlich *Coppik* (2006), S.125ff.

³¹² Vgl. *Arnold* (2007), S.250; *Eisenberg* (1989), S.1498.

vorgaben für die Unternehmensübernahme gerechnet werden.³¹³ Auf welche Höhe sich die Transaktionskosten belaufen werden, kann im Vorfeld schwer abgeschätzt werden, da sie beispielsweise auch von der Intensität des zuvor nicht eindeutig kalkulierbaren Widerstandes der Unternehmensleitung des Zielunternehmens gegen die Übernahme abhängen können.³¹⁴ Üblicherweise beläuft sich der Anteil der ex-ante Transaktionskosten an dem gesamten Transaktionsvolumen zwischen 3,0 und 7,0 Prozent.³¹⁵ Werden daneben noch die ex-post Transaktionskosten berücksichtigt, können die Kosten durchaus eine Zehntel des Transaktionsvolumens betragen.³¹⁶

Potentielle Bieter werden die mit einer Unternehmensübernahme verbundenen Transaktionskosten neben den Kosten für eine mögliche Kontrollprämie in ihrer Entscheidung über die Initiative eines Übernahmeversuches berücksichtigen. Auf der Grundlage dieser Tatsache wird argumentiert, dass sowohl die Disziplinierungsfunktion als auch die Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle beeinträchtigt werden kann.³¹⁷ So muss im Hinblick auf die Disziplinierungsfunktion das Fehlverhalten des Managements entsprechend gravierend sein, dass es zu einem so starken Kursverlust führt, der eine Übernahme trotz der hohen Transaktionskosten rentabel macht.³¹⁸ Dies ist beispielsweise im Falle von Fehlentscheidungen über grundsätzliche unternehmensstrategische Angelegenheiten vorstellbar.³¹⁹ Auf der anderen Seite führen unternehmensstrategischen Fehlentscheidungen allerdings häufig zu solch erheblichen wirtschaftlichen Schwierigkeiten, dass das Unternehmen, wegen den mit der Übernahme eines angeschlagenen Unternehmens verbundenen Risiken, wiederum als Übernahmeobjekt unattraktiv wird. Kursverluste, die infolge eines treuwidrigen Verhaltens des Managements durch die Aneignung von Vermögenswerte der Gesellschaft (sog. *consumption on the job*) entstehen, sind indes regelmäßig nicht ausreichend, um die, mit einer Übernahme anfallenden Transaktionskosten zu kompensieren.³²⁰ Denn die Offenlegungspflichten für moderne Publikumsgesellschaften sind zu umfassend, um den Managern die Möglichkeit zu lassen, sich in einem ausrei-

³¹³ Vgl. Coppik (2006), S.131f.

³¹⁴ Vgl. Immenga/Noll (1990), S.58 Fn.43.

³¹⁵ Vgl. Mittendorfer (2007), S.217.

³¹⁶ Vgl. Coppik (2007), S.132.

³¹⁷ Vgl. Eisenberg (1989), S.1497f.

³¹⁸ Vgl. Immenga/Noll (1990), S.57.

³¹⁹ Vgl. Arnold (2007), S.251.

³²⁰ Vgl. Arnold (2007), S.251; Coffee (1984), S.1201; Eisenberg (1989), S.1498; Krause (1996), S.96.

chend kursrelevanten Maß persönlich zu bereichern.³²¹ Hinsichtlich der Allokationsfunktion führen die Transaktionskosten dazu, dass die Schwelle, ab der sich eine Übernahme lohnt, mit der Transaktionskostenintensität steigt. Damit besteht die Gefahr, dass Unternehmensübernahmen, die an sich zu einer Steigerung der Allokationseffizienz beitragen würden, aufgrund zu hoher Transaktionskosten nicht stattfinden.

3.2.3.3 Positive und negative externe Effekte

Die Funktionsweise des Markts für Unternehmenskontrolle wird auch durch das Auftreten positiver und negativer externer Effekte beeinträchtigt.

Positive externe Effekte können mit der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots und durch die, infolge eines erfolgreichen Übernahmeangebots entstehende Kontrollmacht über das Zielunternehmen auftreten. Das ist dann der Fall, wenn der soziale Nutzen der Handlungen des Bieters, infolge von Trittbrettfahrerverhalten anderer Wirtschaftsteilnehmer, größer ist, als dessen individueller Nutzen.³²² Trittbrettfahrerverhalten ist von Seiten konkurrierender Unternehmen zu erwarten, die die Abgabe des Übernahmeangebots als Signal dafür sehen, dass es sich bei dem Zielunternehmen um einen potentiell gewinnbringenden Übernahmekandidaten handelt und gegebenenfalls auch ein Übernahmeangebot abgeben.³²³ Konkurrierenden Unternehmen können in diesem Fall in gewissem Maße von der kostenintensiven Informations- und Selektionsleistung des ersten Bieters profitieren, ohne dass diesem hierfür eine Gegenleistung zuteil wird; die Informationsproduktion des Bieters hat folglich den Charakter eines öffentlichen Gutes.³²⁴ Daneben ist das Trittbrettfahrerproblem im Hinblick auf die Anteilseigner des Zielunternehmens von Bedeutung. So kann der Bieter die mit dem Kontrollwechsel verbundenen Wohlfahrtsgewinne nur zu einem Teil für sich selbst realisieren, da die ausscheidenden Aktionäre in Form einer Kontrollprämie von der Übernahme und die verbleibenden Minderheitsaktionäre – einen funktionierenden Minderheitenschutz vorausgesetzt – von einem gegebenenfalls steigenden Börsenkurs des Zielunternehmens profitieren.³²⁵ Wie die Transaktionskosten, werden auch die positiven externen Effekte die Übernahmeaktivität potentieller Bieter reduzieren, und

³²¹ Vgl. *Coffee* (1984), S.1201.

³²² Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.60.

³²³ Vgl. *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler* (2003), § 11 Rn.4; *Kirchner/Painter* (2000), S.374;

³²⁴ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.61.

³²⁵ Vgl. *Arnold* (2007), S.242f.; *Immenga/Noll* (1990), S.62f.

infolgedessen die Disziplinierungs- und Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle beeinträchtigen.

Daneben wird unter Bezugnahme auf die Umverteilungstheorien gegen die Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle argumentiert, dass die empirisch nachgewiesenen positiven Renditen für Bieter- und Zielunternehmen, infolge von Unternehmensübernahmen,³²⁶ nicht auf eine Verbesserung der Ressourcenallokation, sondern auf die Ausbeutung anderer, mit dem Unternehmen verbundener Interessengruppen, wie Fremdkapitalgeber, Arbeitnehmer und Aktionäre durch den neuen Kontrollinhaber zurückzuführen seien.³²⁷ Als Konsequenz daraus hätte die Transaktion lediglich eine Umverteilung bestehender Vermögenspositionen zur Folge und ist aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive nicht mit Vermögenszuwächsen verbunden.³²⁸ Dies führt schließlich dazu, dass die Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle dadurch beeinträchtigt wird, dass die negativen Externalitäten keinen Eingang in die Bildung des Transaktionspreises finden. Verliert der Preis damit seine Signalwirkung für die Knappheit des zuzuordnenden Gutes, so wird dieses auch nicht mehr über den Marktmechanismus seinem besten Verwender zugeführt werden können.³²⁹

3.2.3.4 Ordnungspolitische Gesichtspunkte

Schließlich werden der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle auch ordnungspolitische Gesichtspunkte entgegengehalten. So wird argumentiert, dass die Möglichkeit zu öffentlichen Unternehmensübernahmen die Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle beeinträchtigt und die Gefahr einer gesamtwirtschaftlich unerwünschten Marktkonzentration berge.³³⁰ Dies sei auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Übernahme eines Unternehmens im Zuge der öffentlichen Übernahme deutlich günstiger sei, als eine Fusion oder ein *asset deal*, da wegen des Mehrheitsprinzips bereits die Erlangung der Kontrollmehrheit zur Ausübung der Herrschaft über die in dem Zielunternehmen gebundenen Ressourcen ausreiche.³³¹ Darunter leide der Marktmechanismus, da der

³²⁶ Vgl. unter Bezugnahme auf US-amerikanische Studien *Mühle* (2002), S.101ff.; zur Übertragbarkeit dieser Ergebnisse *Mühle* (2002), S.118ff.

³²⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.120ff., *Immenga/Noll* (1990), S.75ff.; zu den Umverteilungstheorien *KöKoWpÜG-Hirte*, Einl. Rn.18ff.; *Mühle* (2002), S.73ff.; hierzu auch Gliederungspunkt 3.1.3.

³²⁸ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.75.

³²⁹ Vgl. *Krause* (1996), S.121; *Mühle* (2002), S.376.

³³⁰ Vgl. zu dem Aspekt der Marktkonzentration auch *Immenga/Noll* (1990), S.116f.

³³¹ Vgl. *Coppik* (2007), S.116; *Mühle* (2002), S.376.

Kapitaleinsatz für die Kontrolle über die unternehmerischen Ressourcen bei öffentlichen Übernahmen nicht deren tatsächlichem Wert entspricht.³³² Dieser Umstand wirke sich wiederum negativ auf die Allokationsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle aus und es sei zu erwarten, dass aus der Störung des Marktmechanismus eine indirekte konzentrationsfördernde Wirkung folgt.³³³

3.2.4 Stellungnahme

Vor dem Hintergrund der dargestellten Problemfelder bereitet es Schwierigkeiten, einheitliche Aussagen über gesamtwirtschaftliche Effekte der Vorgänge am Markt für Unternehmenskontrolle zu treffen.³³⁴ Letztlich erscheint es auch wenig sinnvoll, zu versuchen, die Wirkungen und Funktionen des Markts für Unternehmenskontrolle pauschal bestimmen zu wollen, da diese nicht abstrakt von dem jeweiligen regulatorischen Umfeld gesehen werden können.³³⁵ Festgehalten werden kann, dass der Markt für Unternehmenskontrolle potentiell, d.h. unter hinreichenden Funktionsbedingungen, zu einer Disziplinierung des Managements und einer effizienten Kapitalallokation beitragen kann.³³⁶ Die Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements des Zielunternehmens bei öffentlichen Übernahmeangeboten sollte sich deshalb an dem Ziel ausrichten, die Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle, im Hinblick auf die Disziplinierungs- und Allokationsfunktion öffentlicher Unternehmensübernahmen, sicherzustellen.

4 Die übernahmespezifischen Interessen der Akteuren aufseiten des Zielunternehmens

Unternehmensübernahme finden vor dem Hintergrund eines komplexen Geflechts unterschiedlicher Interessen statt. Für die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Unternehmensübernahmen sind insbesondere die Interessen der an dem Unternehmen beteiligten Akteure von Bedeutung. Neben dem Management und den Anteilseignern betreffen öffentliche Übernahmeangebote auch andere Interessensgruppen aufseiten des Zielunternehmens, wie die Mitglieder des Aufsichtsrats, Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber und sonstige Gläubiger

³³² Vgl. *Mühle* (2002), S.377.

³³³ Vgl. *Mühle* (2002), S.377; kritisch hierzu *Coppik* (2007), S.117ff.

³³⁴ Vgl. *Lenel* (1992), S.20; *Mühle* (2002), S.110; *Schwarze* (1993), S.269.

³³⁵ Vgl. *Schwarze* (1993), S.269.

³³⁶ Vgl. *Birke* (2006), S.38; *Dimke/Heiser* (2001), S.254; *Grundmann* (2006), S.84; *Kirchner* (1999), S.481; *Körner* (2001), S.367; *Mühle* (2002), S.110; *Wackerbarth* (2001), S.1743 m.w.N.

sowie Lieferanten und Abnehmer in erheblicher Weise. Die Interessen dieser Personengruppen bergen ein großes Konfliktpotential, das sowohl im Hinblick auf die Regelungen des deutschen Verbandsrechts, als auch im Hinblick auf ökonomische Dimension des Regelungsproblems berücksichtigt werden muss. Um die einzelnen Interessenskonflikte eingehend herausarbeiten zu können, sollen die Präferenzen der jeweiligen Akteure, die eine Interessensgruppe bilden, ausgehend von dem methodologischen Individualismus, unter Annahme des Eigennutztheorems, untersucht werden.³³⁷ Dies bedeutet, dass die nachfolgenden Darstellungen allein auf das Eigeninteresse der einzelnen Akteure abstellen und eine möglicherweise rechtlich vorgegebene Pflichtenstellung sowie das Regulierungsumfeld – abgesehen von den die Gesellschaftsorgane konstituierenden Vorschriften – unberücksichtigt bleiben.

4.1 Anteilseignerinteressen

Kapitalanleger verfolgen das Ziel, die Rendite ihres Investments auf dem Kapitalmarkt zu maximieren.³³⁸ Für die Anteilseigner einer Publikumsgesellschaft können öffentliche Übernahmeangebote aus unterschiedlichen Gründen wirtschaftlich vorteilhaft sein.³³⁹ Vorteile können zum einen durch die Partizipation an Gewinnen aus der bereits dargestellten disziplinierenden und allokativen Wirkung öffentlicher Übernahmen, als auch durch die Realisierung neuer potentiell gewinnbringender Handlungsoptionen durch eine Umschichtung der Kapitalanlage entstehen. Im folgenden Abschnitt wird nach der Darstellung dieser beiden Aspekte auf die Interessen der Anteilseigner des Zielunternehmens im Übernahmeprozess, im Hinblick auf die damit verbundenen Möglichkeiten einer Gewinnmitnahme, eingegangen, wobei voneinander abweichende Interessen unterschiedlicher Aktionärsgruppe berücksichtigt werden.

4.1.1 Gewinnpotenziale aus der disziplinierenden Wirkung öffentlicher Übernahmeangebote

Wie bereits dargestellt wurde, können öffentliche Unternehmensübernahmen unter entsprechenden regulatorischen Voraussetzungen disziplinierend auf das Ma-

³³⁷ Vgl. zum methodologischen Individualismus und dem Eigennutztheorem Gliederungspunkt 2.3.1.2.

³³⁸ Vgl. *Mülbert* (1996), S.137.

³³⁹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.36; *Jensen/Ruback* (1983), S.6; *Kirchner* (2000b), S.1823; ausführlich mit empirischen Nachweisen hinsichtlich der Entwicklung des Aktienkurses infolge von Übernahmeangeboten *Dimke* (2007), S.51ff.

nagement wirken und zu einer Optimierung der Kapitalallokation beitragen.³⁴⁰ Da es vorliegend um die übernahmespezifischen Interessen der Anteilseigner geht, ist hinsichtlich der Disziplinierungsfunktion nicht auf deren präventiv-verhaltenssteuernde Wirkung vor Abgabe des Übernahmeangebots abzustellen, sondern auf die Effekte, die ein tatsächliches Übernahmeangebot auf das Verhalten des Managements haben kann. Folgt man den Erklärungsansätzen, die die Ursache für Unternehmensübernahmen in den durch Ineffizienzen des Managements gesunkenen Aktienkursen von Unternehmen sehen,³⁴¹ so muss das Management im Fall der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots mit seiner Auswechslung rechnen, wenn das Motiv für die Übernahme tatsächlich in einem Managerversagen begründet liegt. Diese Situation schafft einen Anreiz für das Management, unternehmenswertsteigernde Maßnahmen nach Abgabe des Übernahmeangebots vorzubereiten und zu ergreifen, von denen die Aktionäre durch Kurssteigerungen profitieren können.³⁴² Welche Maßnahmen tatsächlich ergriffen werden können und dürfen, hängt davon ab, inwieweit die Verhaltenspflichten des Managements reguliert sind. Unternehmenswertsteigernd kann beispielsweise die Ausschüttung oder Investition liquider Mittel sein, da damit die Missbrauchsgefahr durch das Management sinkt³⁴³ und – im Fall einer Investition – zugleich neue Gewinnmöglichkeiten geschaffen werden.³⁴⁴ Auch ein Gegenangebot an die Aktionäre des Bieterunternehmens kann unternehmenswertsteigernd sein, denn immerhin signalisiert das Übernahmeangebot des Bieters zumindest auch die Möglichkeit, mit dem Zusammenschluss Synergie- und Skaleneffekte realisieren zu können, welche von dem Management des Zielunternehmens bisher nicht erkannt wurden. Vorstellbar ist auch, dass die Suche nach einem konkurrierenden Bieter dazu führt, dass die Ressourcen des Zielunternehmens im Zuge der Übernahme, einer effizienteren Verwendung zugeführt werden, als im Falle der unabhängigen Fortführung des Unternehmens oder der Übernahme durch den ersten Bieter. Kann ein konkurrierender Bieter gefunden werden, so ist zu erwarten, dass das amtierende Management des Zielunternehmens mit diesem besser kooperieren wird, als mit dem ersten Bieter und, für die Übernahmeentscheidung des konkurrierenden Bieters wichtige Informationen, bereitstellt, soweit dies rechtliche zulässig ist.³⁴⁵ Im Hinblick auf das konkurrierende Übernahmeangebot kann

³⁴⁰ Vgl. Gliederungspunkt 3.2.

³⁴¹ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.1.

³⁴² Vgl. *Kirchner* (1999), S.483. *Kirchner* (2000b), S.1822; *Ruback* (1988), S.50.

³⁴³ Vgl. *Jensen* (1988a), S.29.

³⁴⁴ Vgl. *Mühle* (2002), S.67 hinsichtlich der Verwendung des *free cash flows* für externen Wachstum und Investitionen in zukunftssträchtige Industrien.

³⁴⁵ Vgl. zu den Problemen i.V.m. der Informationsweitergabe durch das Management an einen Weißen Ritter *Hopt* (2000), S.1384ff.

das auch den Vorteil haben, dass mögliche Effizienzgewinne ex-ante besser identifiziert werden³⁴⁶ und das Versagen des Marktmechanismus wegen Informationsdefiziten unwahrscheinlicher wird.³⁴⁷ Die Suche nach einem konkurrierenden Bieter ist für die Anteilseigner des Zielunternehmens auch deshalb vorteilhaft, weil sie mit dem konkurrierenden Angebot eine weitere Handlungsoption erhalten.³⁴⁸ Da nun zwei Bieter in einen Wettbewerb treten, ist zudem zu erwarten, dass infolge der Wettbewerbssituation die jeweiligen Angebote nachgebessert und so für die Anteilseigner attraktiver werden.³⁴⁹

Unmittelbar von möglichen positiven allokativen Effekten einer Übernahme können die Aktionäre dann profitieren, wenn sie als Minderheitsaktionäre in dem Unternehmen verbleiben, indem sie ihre Anteile nicht verkaufen und der Aktienkurs des Unternehmens infolge der Übernahme steigt. Mit dem Übernahmeangebot signalisiert der Bieter, dass er das Unternehmen effizienter führen kann und erwartet, infolge der Übernahme Gewinne erwirtschaften zu können, der die an die Aktionäre zu zahlende Übernahmeprämie übersteigt.³⁵⁰ Kleinanleger, die nur einen geringen Teil des gesamten stimmberichtigten Kapitals halten, werden davon ausgehen, dass ihre Verkaufsentscheidung nicht maßgeblich für den Ausgang des Übernahmeverfahrens ist.³⁵¹ Sind die Aktionäre nun der Ansicht, dass die Übernahme auch ohne den Verkauf ihrer Aktien erfolgreich sein wird und teilen sie die Ertragserwartung des Bieters, so kann es für sie vorteilhaft sein, ihre Aktien zu behalten, um als Trittbrettfahrer an der Wertsteigerung des Unternehmens nach dem Kontrollwechsel teilzuhaben.³⁵² Eine solche Strategie setzt jedoch voraus, dass die Aktionäre des Zielunternehmens keinem faktischen Zwang zur Annahme des Angebots unterliegen, weil sie Gefahr laufen in Ermangelung eines ausrei-

³⁴⁶ Vgl. *Kirchner* (2002), S.57.

³⁴⁷ So zu verstehen *Coppik* (2007), S.142. Zu ökonomischen Auswirkungen von Entscheidungsverhalten unter Unsicherheit vgl. *Gravelle/Rees* (2002), S.546; kritisch zu möglichen Transaktionskostensparnissen im Falle der Kooperation des Managements mit dem Bieter *Immenga/Noll* (1990), S.20; *Schüller* (1978), S.60f. Das Problem des sog. *winner's curse*, also der konkurrenzbedingten Zahlung einer zu hohen Kontrollprämie aufgrund asymmetrischer Information, spielt hier jedenfalls keine Rolle, da durch die Kooperation Informationsasymmetrien verhindert werden können. Zu dem Problem des *winner's curse* vgl. *Bainbridge* (2008), S.613; *Thaler* (1992), S.50ff.

³⁴⁸ Vgl. *Hopt* (2000), S.1383.

³⁴⁹ Vgl. *Ruback* (1988), S.52; *Winter/Harbarth* (2002), S.4; ist die Nachbesserung allein durch die Wettbewerbssituation bedingt, kann das Problem des *winner's curse* indes relevant werden.

³⁵⁰ Vgl. *Arnold* (2007), S.242f.; *Immenga/Noll* (1990), S.63.

³⁵¹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.63.

³⁵² Vgl. *Arnold* (2007), S.243; *Immenga/Noll* (1990), S.36; *Jensen/Ruback* (1983), S.6.

chenden ex-post Minderheitenschutz im neuen Konzerngefüge als Minderheitsaktionäre ausgebeutet zu werden.³⁵³

4.1.2 Gewinnpotenziale aus der Umschichtung der Kapitalanlage

Anteilseigner können aus dem Übernahmeangebot auch dadurch Vorteile ziehen, dass es ihnen zusätzliche Optionen zur gewinnbringenden Umschichtung ihrer Kapitalanlagen eröffnet. So können die Anteilseigner den Ertrag ihrer Kapitalanlage verbessern, indem sie entweder ihre Anteile verkaufen und auf diese Weise direkt oder indirekt einen, um die Kontrollprämie erhöhten, Preis erzielen, oder indem sie ihre Anteile in andere Wertpapiere umtauschen, die einen höheren Ertrag versprechen als die eingetauschten Anteile.³⁵⁴

4.1.2.1 Partizipation an der Kontrollprämie bei Barangeboten

Wird den Anteilseignern einer Publikumsgesellschaft ein öffentliches Übernahmeangebot mit dem Ziel des außerbörslichen Erwerbs eines kontrollierenden Aktienpaketes gemacht, so erfolgt dieses Angebot regelmäßig unter Aufschlag einer Kontrollprämie.³⁵⁵ Die Kontrollprämie bezeichnet die Differenz zwischen dem Wert eines Mehrheitspaketes und dem aus der Addition der einzelnen Aktien dieses Paketes resultierenden Wertes, mithin die Differenz zwischen Börsen- und Transaktionskurs beim außerbörslichen Pakethandel.³⁵⁶ Die Kontrollprämie kann in diesem Zusammenhang als Ausdruck einer subjektiven Anteilsbewertung des Bieters verstanden werden,³⁵⁷ auf deren Grundlage er den Preis ermittelt, den er den Anteilseignern des Zielunternehmens für den Erwerb des Kontrollpaketes zu zahlen bereit ist. In der Kontrollprämie bilden sich also die Ertragserwartungen des Bieters aus dem Erwerb der Kontrolle über das Zielunternehmen ab. Hinsichtlich der Frage, welche Faktoren die Höhe von Kontrollprämien genau bestimmen, existieren zwei Erklärungsansätze, die sich in ihren gegensätzlichen Auffassungen zur ECMH unterscheiden.³⁵⁸

³⁵³ Vgl. *Arnold* (2007), S.242.

³⁵⁴ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822; ausführlich zu den positiven Effekten von öffentlichen Übernahmeangeboten für die Anteilseigner des Zielunternehmens *Bästlein* (1997), S.51ff.

³⁵⁵ Vgl. *Mülbert* (1996), S.83; zusammenfassend zu empirischen Untersuchungen über die Zahlung von Kontrollprämien in den USA *Ruffner* (2000), S.430.

³⁵⁶ Definition aus *Birke* (2006), S.59; vgl. auch *Mülbert* (1996), S.83.

³⁵⁷ Vgl. *Mühle* (2002), S.450.

³⁵⁸ Vgl. ausführlich *Birke* (2006), S.60ff.; zur ECMH auch Gliederungspunkt 3.2.3.1.

Der erste Ansatz führt das Zustandekommen der Kontrollprämie auf die Möglichkeit des Bieters zurück, mit dem Kontrollerwerb Gewinne durch Synergieeffekte und Vermögenstransfers realisieren zu können.³⁵⁹ Diesem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass Aktienmärkte alle öffentlich zugänglichen Informationen effizient verarbeiten und somit der Aktienkurs den fundamentalen Wert eines Unternehmens im Wesentlichen richtig abbildet. Demzufolge würde die Kontrollprämie letztlich auf Ertragserwartungen des Bieters hinsichtlich realer Wertänderungen infolge der Übernahme basieren.³⁶⁰ Demgegenüber sieht der zweite Ansatz die Ursache für das Zustandekommen der Kontrollprämie, ausgehend von der Annahme eines nur bedingt effizient arbeitenden Kapitalmarkts, in der Differenz zwischen Aktienkurs und fundamentalem Wert des Unternehmens. Die Kontrollprämie wäre danach nicht auf reale Wertänderungen sondern auf reine Papiergewinne zurückzuführen.³⁶¹ Eine Eindeutige Aussage zu der Gültigkeit des ECMH lässt sich nicht treffen,³⁶² weshalb keiner der beiden dargelegten Ansätze in seinen Grundannahmen widerlegt werden kann. Letztlich schließen sich die beiden Ansätze auch nicht aus, sondern ergänzen sich.³⁶³ Die sich in der Kontrollprämie widerspiegelnden Ertragserwartungen des Bieters können sich damit sowohl aus erwarteten Gewinnen aus Synergieeffekten und Vermögenstransfers als auch aus der Arbitrage zwischen Aktienkurs und dem fundamentalen Wert des Unternehmens speisen.

Von der Kontrollprämie können die Anteilseigner des Zielunternehmens durch den Verkauf der Anteile profitieren. So können sie ihre Anteile an den Bieter verkaufen und damit einen direkt um die Kontrollprämie erhöhten Preis erzielen. Daneben haben die Anteilseigner auch die Möglichkeit, ihre Anteile gewinnbringend an der Börse zu verkaufen, wenn sich das Übernahmeangebot mit der Kontrollprämie kurssteigernd auf den Börsenkurs der Aktie ausgewirkt hat. So wird das Übernahmeangebot nach der ECMH zu einer Neubewertung des Aktienkurses des Zielunternehmens an der Börse auf der Grundlage der mit dem Angebot bekanntgewordenen Informationen führen.³⁶⁴ Wird eine Kontrollprämie für den Verkauf der Anteile des Zielunternehmens geboten, so werden Anleger versuchen, diese über die Börse zu einem Kurs unter dem Angebotspreise zu erwerben, um

³⁵⁹ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.1 zu Synergieeffekten und Gliederungspunkt 3.1.3 zu Vermögenstransfers.

³⁶⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.61.

³⁶¹ Vgl. *Birke* (2006), S.62f.

³⁶² Vgl. auch Gliederungspunkt 3.2.3.1.

³⁶³ Vgl. *Birke* (2006), S.64.

³⁶⁴ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.343.

sie anschließend gewinnbringend an den Bieter veräußern zu können. Infolge der gestiegenen Nachfrage über die Börse wird der Kurs steigen. Auf diese Weise hat die Kontrollprämie auch indirekt Einfluss auf den Börsenkurs der Anteile an dem Zielunternehmen.³⁶⁵ Dieser Effekt ist nicht nur dann zu beobachten, wenn der Bieter sein Angebot auf alle Anteile des Zielunternehmens abgibt (sog. Vollangebot), sondern auch dann, wenn sich das Angebot nur auf einen zur Kontrollerlangung notwendigen Teil der Anteile richtet (sog. Teilangebot).³⁶⁶ Die Möglichkeit des Anteilsverkaufes über die Börse ist für die Anteilseigner insbesondere im letztgenannten Fall eines Teilangebots von Bedeutung.

4.1.2.2 Gewinne aus dem Umtausch der Wertpapiere

Die Gegenleistung die den Anteilseignern des Zielunternehmens für ihre Aktien geboten wird, muss nicht unbedingt in einer Geldleistung bestehen. Vorstellbar ist auch, dass den Anteilseignern Aktien des Bieterunternehmens oder anderer Unternehmen sowie Wertpapiere, die keine Aktien sind, als Gegenleistung angeboten werden.³⁶⁷ Die zum Umtausch angebotenen Wertpapiere können ihrem Wert nach den Börsenkurs der Anteile des Zielunternehmens übersteigen. So können die Anteilseigner des Zielunternehmens bei Tauschangeboten, ebenso wie im Falle eines Barangebots, direkt von der Übernahmeprämie profitieren. Auch indirekt wird das Übernahmeangebot, wie im Falle eines Barangebots, positiven Einfluss auf den Börsenkurs der Anteile an dem Zielunternehmen haben. Profitieren können die Anteilseigner des Zielunternehmens auch dadurch, dass die zum Umtausch angebotenen Wertpapiere einen höheren Ertrag versprechen als die Anteile des Zielunternehmens.³⁶⁸ Insbesondere dann, wenn Aktien des Bieterunternehmens zum Tausch angeboten werden, bietet sich den Anteilseignern des Zielunternehmens die Möglichkeit, in ihrer neuen Stellung als Anteilseigner der Konzernmutter an den zu erwartenden Erträgen aus der Übernahme zu partizipieren.

4.1.3 Die Interessen der unterschiedlichen Anlegergruppen

In Anbetracht der dargestellten Gewinnpotentiale öffentlicher Übernahmeangebote liegt der Schluss nahe, dass die Anteilseigner des Zielunternehmens ein gleichgerichtetes Interesse an der Realisierung dieser Gewinnpotentiale haben. Demzu-

³⁶⁵ Vgl. *Coppik* (2007), S.105; *Dimke* (2007), S.53.

³⁶⁶ Vgl. *Bradley* (1980), S.364f. mit empirischen Untersuchungen zum Einfluss von Übernahmeangeboten auf den Börsenkurs des Zielunternehmens in den USA.

³⁶⁷ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.140; *Mühle* (2002), S.27; bezugnehmend auf § 32 WpÜG *Beckmann/Kerstin/Mielke* (2003), S.85ff.

³⁶⁸ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822.

folge würde sich ihr Interesse zunächst einmal ganz allgemein auf die Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle mit möglichst intensivem Wettbewerb richten, damit es überhaupt zu der Abgabe von Übernahmeangeboten kommt.³⁶⁹ Konkret würde sich das Anteilseignerinteresse darauf richten, dass die Handlungsoptionen nicht von dritter Seite vereitelt werden und sie die, für sie am vorteilhaftesten erscheinende Option, ungestört und informiert realisieren können. Mit der Möglichkeit des Managements, das Übernahmeangebot auf eigene Initiative zu vereiteln, würde darüberhinaus die Vorteile, die aus der disziplinierenden Wirkung des Übernahmeangebots resultieren können, abnehmen, da das Management dann nicht mehr in dem Maße von der Gefahr der Absetzung infolge der Übernahme betroffen wäre.³⁷⁰

Allerdings darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die Aktionäre einer Publikumsgesellschaft regelmäßig keine homogene Einheit bilden. Vielmehr kann es auch unter den Aktionären zu Interessendivergenzen kommen, die im Widerspruch zueinander stehen können.³⁷¹ Neben persönlichen Absichten ist dies insbesondere auf Unterschiede in deren Risikobereitschaft, dem Zeithorizont ihrer Anlagen sowie die Liquidität der Anteile zurückzuführen.³⁷² Unter persönlichen Absichten kann die Motivation hinter der Beteiligung verstanden werden. Diese muss nicht nur von Renditeorientierung geprägt sein, sondern kann beispielsweise auch in der Verfolgung strategischer oder unternehmerischer Ziele begründet liegen. Aber auch moralische, ethische oder ideelle Motive können zu den persönlichen Absichten gezählt werden.³⁷³ Bei dem Vorliegen unternehmerischer Motive muss davon ausgegangen werden, dass der Anleger der Übernahme tendenziell ablehnend gegenübersteht, da der Kontrollwechsel eine Gefahr für die Verwirklichung seiner strategischen oder unternehmerischen Absichten bergen kann. Der Grad der Risikoaversität hängt insbesondere damit zusammen, wie stark das Portfolio der Anleger diversifiziert ist.³⁷⁴ Risikoaverse Anleger werden dem Übernahmeangebot tendenziell kritischer gegenüberstehen. Der Zeithorizont besagt, ob die Zahlungsströme aus der Investition kurz-, mittel- oder langfristig erwartet werden. Ein langfristiger Zeithorizont lässt darauf schließen, dass sich der Anle-

³⁶⁹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.36.

³⁷⁰ Vgl. *Ruffner* (2000), S.222.

³⁷¹ Vgl. unter konkreter Bezugnahme auf die Übernahmesituation *Birke* (2006), S.192; *Dimke* (2007), S.46ff.; *Heiser* (1999), S.91; allgemein *Bonin* (2004), S.200f.; *Rock* (1991), S.467; *Ruffner* (2000), S.458.

³⁷² Vgl. *Rock* (1991), S.467ff.; *Ruffner* (2000), S.458ff.

³⁷³ Vgl. *Birke* (2006), S.202.

³⁷⁴ Vgl. *Ruffner* (2000), S.460f.

ger auf lange Sicht positive Zahlungsströme aus seinem Investment erwartet. Er wird dem Übernahmeangebot deshalb trotz der Kontrollprämie kritischer begegnen. Die Liquidität der Anteile richtet sich sowohl nach den Märkten auf denen investiert wird, als auch nach der Größe des Anteilspaketes; große Beteiligungen können nicht ohne die Gefahr veräußert werden, dass es zu Preisverzerrungen kommt. Übernahmeangebote bieten auch Anteilseignern mit großen Beteiligungen die Möglichkeit, ihre Anteile ohne die Gefahr von Preisverzerrungen zu veräußern.

Nachfolgend werden zunächst die Interessen der Kleinanleger dargestellt, um anschließend untersuchen zu können, inwieweit die Interessen der Paketaktionäre, institutionellen Anleger und Belegschaftsaktionäre von denen der Kleinaktionäre abweichen.

4.1.3.1 Kleinanleger

Kleinanleger werden wegen ihres regelmäßig diversifizierten Portfolios eine eher risikoneutrale Investitionsstrategie verfolgen. Hinsichtlich ihres Zeithorizontes und ihrer persönlichen Absichten können keine verallgemeinernden Aussagen getroffen werden.

Da sich den Kleinanlegern mit dem Übernahmeangebot ein Bündel unterschiedlicher Handlungsoptionen bieten, die darin bestehen können, zu versuchen, als Minderheitsaktionäre in der Gesellschaft zu verbleiben, darauf zu spekulieren das Angebot mit dessen Ablehnung scheitern zu lassen oder ihre Anteile an den Bieter oder an der Börse zu verkaufen bzw. in andere Wertpapiere umzutauschen, sind sie mit dem Problem konfrontiert, dass eine fundierte Bewertung der Handlungsoptionen mit einem erheblichen Informationsaufwand verbunden ist. Hinzu tritt der Umstand, dass die Realisierung der Handlungsoptionen – mit Ausnahme der Veräußerung der Aktien - von dem Vorgehen der anderen Anteilseigner abhängt.³⁷⁵ Das Interesse der Kleinanleger wird sich also auch grundsätzlich darauf richten, dass, zur Reduzierung von Entscheidungsunsicherheiten, Transparenz- und Informationspflichten für den Bieter sowie für die Organe des Zielunternehmens bestehen³⁷⁶ und ihnen ausreichend Zeit bleibt, die notwendigen Informationen zu verarbeiten. Soweit die Realisierung der Handlungsoptionen, wie beispielsweise im Falle der Abwehr des Angebots, von den Entscheidungen der übrigen Anteilseigner abhängt, wird sich das Interesse der Kleinaktionäre auf die Installation von Koordinierungsmechanismen richten. Ist eine Koordinierung der

³⁷⁵ Vgl. *Birke* (2006), S.197.

³⁷⁶ Vgl. *Coppik* (2007), S.150.

Anteilseigner während des Übernahmeprozesses nicht möglich, so müssen alternative Lösungen gefunden werden, um der Gefahr vorzubeugen, dass die Anteilseigner nicht aus der Angst, nach der Ablehnung des Angebots als Minderheitsaktionäre ausgebeutet zu werden, unter einen faktischen Verkaufszwang geraten. An dieser Stelle muss allerdings bereits betont werden, dass das Interesse der Kleinanleger im Zusammenhang mit der Informationsbereitstellung und –verarbeitung sowie den Koordinationsmechanismen nur so weit reicht, wie der mit der informierten und koordinierten Wahrnehmung der Handlungsoptionen verbundene Kostenaufwand im Verhältnis zu dem erwarteten Nutzen steht.³⁷⁷

Darüberhinaus haben die Kleinaktionäre ein Interesse an einer möglichst hohen Übernahmeprämie. Deshalb kann es im Interesse der Anteilseigner liegen, dass dem Bieter möglichst ausführliche Informationen über das Zielunternehmen bereitgestellt werden, damit dieser die Gewinnpotentiale der Übernahme genau identifizieren und sie in der Kontrollprämie berücksichtigen kann. Daneben kann eine Konkurrenzsituation zwischen mehreren Bietern zu einer Erhöhung der Kontrollprämie führen.³⁷⁸ In diesem Zusammenhang werden die Kleinaktionäre ein Interesse daran haben, dass das Management des Zielunternehmens die Möglichkeit hat, nach einem konkurrierenden Angebot zu suchen. Solange sich Verteidigungsmaßnahmen an dem Nutzen der Aktionäre ausrichten und nicht von dem Management zu eigennützigem Vereiteln des Übernahmeangebots missbraucht werden, können diese geeignet sein, den Bieter zu einer Nachbesserung des Übernahmeangebots durch die Steigerung der Kontrollprämie zu bewegen.³⁷⁹ Zu beachten ist jedoch, dass die Kleinanleger das Übernahmeangebot nicht insoliert anhand der Höhe der Kontrollprämie bewerten werden. Sie werden das Übernahmeangebot vielmehr erst dann als vorteilhaft erachten, wenn die erwarteten Zahlungen (diskontiert auf ihren Barwert) bei der Annahme des Angebots höher liegen, als solche, die bei einer erfolgreichen Abwehr des Übernahmeangebots zu erwarten sind.³⁸⁰

4.1.3.2 Paketaktionäre

³⁷⁷ Vgl. zu dem Problem der kollektiven Entscheidung und insbesondere der sog. rationalen Apathie Gliederungspunkt 7.2.2.1.

³⁷⁸ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.36; *Winter/Harbarth* (2002), S.4.

³⁷⁹ Vgl. *Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelson* (1995), S.510; *Brandi* (2003), S.268; *Kirchner/Painter* (2000), S.357; *Kuhner/Schilling* (2002), S.461; ausführlich zu den positiven Effekten von Verteidigungsmaßnahmen Gliederungspunkt 7.1.2.1.

³⁸⁰ Vgl. *Kirchner* (2000a), S.109.

Paketaktionäre werden in der Regel über keine optimal diversifizierte Portfolio verfügen und daher im Vergleich zu den Kleinanlegern risikoaverser sein. Tendenziell werden die Paketaktionäre strategische Beteiligungen halten, die auf einen mittel- oder langfristigen Zeithorizont ausgelegt sind. Abweichungen der Interessen der Paketanleger von denen der Kleinaktionäre sind insbesondere dann zu erwarten, wenn erstere unternehmerische Absichten mit ihrer Beteiligung verfolgen, da sie Gefahr laufen, dass sich Änderungen in der Geschäftspolitik im Zuge einer Übernahme negativ auf ihre anderweitigen unternehmerischen Interessen auswirken.³⁸¹ Paketanleger mit unternehmerischen Absichten werden dem Übernahmeangebot folglich kritischer begegnen. Ist die Beteiligung der Paketaktionäre lediglich renditeorientiert, so ist mit einer weniger ablehnenden Haltung gegenüber dem Angebot zu rechnen. Allerdings darf auch in diesem Fall die höhere Risikoaversität der Paketaktionäre nicht außer Acht gelassen werden.³⁸²

4.1.3.3 Institutionelle Anleger

Zur Gruppe der institutionellen Anleger sind insbesondere Investmentfonds, Versicherungen und andere Organisationen zu rechnen, die das ihnen zur Verfügung gestellte Kapital in großem Umfang auf dem Kapitalmarkt investieren.³⁸³ In dem Umfang ihrer Beteiligungen an den betroffenen Unternehmen sind institutionelle Anleger mit Paketaktionären vergleichbar, allerdings zeichnen sich institutionelle Anleger regelmäßig durch einen höheren Diversifikationsgrad aus³⁸⁴ und agieren demzufolge risikofreudiger. Da institutionelle Anleger in der Regel auch keine strategischen Absichten verfolgen, sondern lediglich renditeorientiert investieren, wird es insoweit zu Überschneidungen mit den Interessen der Kleinaktionäre kommen.

4.1.3.4 Belegschaftsaktionäre

Belegschaftsaktionäre sind Arbeitnehmer, die kleinere Beteiligungen an dem Unternehmen halten. Als Belegschaftsaktionäre in diesem Sinne sind auch Mitglieder des Managements zu verstehen, sofern diese Anteile an dem Unternehmen halten. Zumindest bei den Belegschaftsaktionären, die nicht dem Management angehö-

³⁸¹ Vgl. *Birke* (2006), S.198.

³⁸² Vgl. *Birke* (2006), S.198; *Ruffner* (2000), S.461.

³⁸³ Vgl. *Birke* (2006), S.198; *Heiser* (1999), S.29.

³⁸⁴ Dies ist unter anderem auf die aufsichtsrechtlichen Vorschriften des § 60 InvG und der §§ 54, 54a Abs.4 VAG zurückzuführen. Weniger diversifiziert sind hingegen Hedgefonds, die allerdings wegen des hohen Renditedrucks dennoch zu risikofreudigem Investitionsverhalten neigen; vgl. *Birke* (2006), S.198ff.

ren, ist zu erwarten, dass ihr Portfolio einen geringen Diversifizierungsgrad aufweist.³⁸⁵ Darüberhinaus werden sowohl bei den gewöhnlichen Arbeitnehmern als auch bei dem Management die Interessen von Bedeutung sein, die sich aus der vertraglichen Beziehung mit dem Unternehmen ergeben.³⁸⁶ So werden sie dem Kontrollwechsel grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen, da sie befürchten müssen, durch Restrukturierungsmaßnahmen nach der Übernahme nachteilig betroffen zu sein.³⁸⁷

4.2 Interessen der Mitglieder des Vorstands

Aus Sicht der Mitglieder des Vorstands des Zielunternehmens sind öffentliche Übernahmeangebote in der Regel bedrohliche Szenarien. Ein Kontrollwechsel vollzieht sich in den meisten Fällen zulasten des Vorstands und kann Einkommens- und Reputationseinbußen, Einschränkungen der operativen Autonomie und häufig sogar einen Arbeitsplatzverlust nach sich ziehen.³⁸⁸

Mit einem Arbeitsplatzverlust muss der Vorstand insbesondere dann rechnen, wenn die Übernahme zumindest auch von Managementineffizienzen motiviert war.³⁸⁹ In jedem Fall wird der Vorstand infolge der Eingliederung des Zielunternehmens in eine Konzernstruktur an operativer Autonomie einbüßen. Einschränkungen der operativen Autonomie der Unternehmensleitung können zugleich zu einer Verringerung der Leistungsanforderungen und Einkommenskürzungen führen oder das Ausbleiben von Einkommenserhöhungen nach sich ziehen. Da eine Unternehmensübernahme unabhängig von den tatsächlichen Übernahmемotiven mit einem Managementversagen aufseiten des Zielunternehmens assoziiert wird, muss der Vorstand des Zielunternehmens darüberhinaus mit Reputationseinbußen rechnen. Vor diesem Hintergrund hat das Management einen ausgesprochen hohen Anreiz, Maßnahmen zu ergreifen, die die Übernahme des Zielunternehmens verhindern, und dessen Bereitschaft, sich über die Interessen anderer Akteure

³⁸⁵ Vgl. *Birke* (2006), S.201.

³⁸⁶ Vgl. hierzu Gliederungspunkte 4.4 und 4.3.

³⁸⁷ Vgl. *Ruffner*00, S.461.

³⁸⁸ Vgl. *Bebchuk/Ferrell* (2001), S.134.; *Birke* (2006), S.166; *Coppik* (2007), S.105f.; *Herkenroth* (1994), S.90; *Immenga/Noll* (1990), S.19; eingehend zu der, von Unsicherheit geprägten Situation des Managements auf dem Markt für Unternehmenskontrolle *Coffee* (1988), S.78ff.

³⁸⁹ Vgl. *Coffee* (1984), S.1236; *Hahn* (1992), S.109.

hinwegzusetzen und mögliche Sanktions- und Kontrollmechanismen zu übergehen, wird steigen.³⁹⁰

Daneben ist zu ist vorstellbar, dass der Vorstand infolge der Selbstüberschätzungsanomalie³⁹¹ die eigene unternehmerische Konzeption für richtig hält, und deshalb in dem Übernahmeangebot auch eine Bedrohung für das Unternehmensinteresses sieht³⁹² Unter diesen Voraussetzungen wird es den einzelnen Mitgliedern des Vorstands schwer fallen, objektive Entscheidungen zu treffen, auch wenn diese gleichwohl darum bemüht sind, im Interesse des Unternehmens zu handeln³⁹³

4.3 Interessen der Mitglieder des Aufsichtsrats

Analog zu dem Vorstand des Zielunternehmens haben auch die Mitglieder des Aufsichtsrats ein Eigeninteresse am Erhalt seiner Position im Unternehmen. Infolge der Änderung der Mehrheitsverhältnisse der Hauptversammlung muss der Aufsichtsrat des Zielunternehmens befürchten, bei der nächsten Aufsichtsratswahl nicht mehr in seinem Amt bestätigt zu werden. Allerdings wird das Eigeninteresse der Aufsichtsratsmitglieder am Erhalt ihrer Position im Vergleich zu dem des Managements abgeschwächt sein. Bei der Aufsichtsrats Tätigkeit handelt es sich nämlich im Gegensatz zum Amt des Vorstands um keine Haupt- sondern um eine Nebentätigkeit, weshalb die Nachteile im Falle seiner Absetzung weniger gravierend sind.³⁹⁴

In Anbetracht der Tatsache, dass der Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften regelmäßig nach Maßgabe des MitbestG 1976 mitbestimmt ist und die Stimmen des Aufsichtsrats damit paritätisch auf Aktionärs- und Arbeitnehmervertreter verteilt sind,³⁹⁵ bereitet es Probleme, über das Gesagte hinaus ein eindeutiges Interessenprofil des Aufsichtsrats des Zielunternehmens gegenüber Unternehmensübernahmen zu definieren.³⁹⁶ So ist zu erwarten, dass die

³⁹⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.95 und 166; *Eisenberg* (1989), S.1472; *Kirchner* (2000b), S.1821; *Mühle* (2002), S.280; *Ruffner* (2000), S.223.; ausführlich hierzu Gliederungspunkt 5.1.

³⁹¹ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.3.3.

³⁹² Vgl. *Herkenroth* (1994), S.90.

³⁹³ Vgl. *Bainbridge* (2008), S.134.

³⁹⁴ Vgl. *Birke* (2006), S.(1995).

³⁹⁵ Grundsätzlich haben Unternehmen mit mehr als 2.000 beschäftigten Arbeitnehmern gemäß § 6 Abs.1 i.V.m. § 1 Abs.1 MitbestG 1976 einen Aufsichtsrat zu bilden. Die Zusammensetzung des Aufsichtsrats ist in § 7 MitbestG 1976 geregelt.

³⁹⁶ Vgl. dahingehend *Kirchner* (2002), S.59.

Aktionärsvertreter einem Übernahmeangebot entsprechend den Aktionärsinteressen tendenziell positiv begegnen werden. Arbeitnehmervertreter werden der Übernahme hingegen entsprechend den Arbeitnehmerinteressen eher ablehnend gegenüberstehen.³⁹⁷

Hinzu tritt der Umstand, dass einzelne Vertreter des Aufsichtsrats von partikularen, in ihrer Person begründeten Interessen befangen sein können. So werden infolge des Depotstimmrechts in der Regel Vertreter von Banken in den Aufsichtsräten börsennotierter Aktiengesellschaften sitzen, welche eigenen, von den Anteilseignern und Arbeitnehmern abweichende Interessen hinsichtlich des Übernahmeangebots haben.³⁹⁸ Welcher Gestalt diese Interessen sind, hängt davon ab, welche Rolle die Bank, der der Aufsichtsratsvertreter zugehört, in dem Übernahmeprozess einnimmt. So kann die Bank beispielsweise an der Finanzierung der Übernahme beteiligt sein. Ganz allgemein ist vorstellbar, dass die Bank Eigen- oder Fremdkapitalgeber des Zielunternehmens oder des Bieters ist. Zu vergleichbaren Konstellationen kann es kommen, wenn ein Aufsichtsratsmitglied einem Unternehmen zuzuordnen ist, das selbst an dem Zielunternehmen, an der Bietergesellschaft oder Konkurrenzunternehmen beteiligt ist oder sogar selbst als Bieter auftritt.³⁹⁹

Schließlich besteht die Tendenz, dass es zu einer Anbindung der Interessen der Aufsichtsratsmitglieder an die des Vorstands kommt.⁴⁰⁰ Zu impliziten oder expliziten Koalitionen kann es beispielsweise kommen, wenn ein Aufsichtsratsmitglied einen Beratervertrag mit dem Zielunternehmen anstrebt, den Vorstand dazu bewegen will, auf eine Erhöhung seiner Aufsichtsratsvergütung hinzuwirken, oder einen Vertragsschluss zwischen dem Zielunternehmen und einem anderen Unternehmen an dessen Geschäftserfolg das Aufsichtsratsmitglied interessiert ist, herbeizuführen.⁴⁰¹ Zu Interessensverflechtungen kommt es häufig auch dann, wenn ehemalige Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat gewählt werden. Daneben be-

³⁹⁷ Vgl. *Birke* (2006), S.96.

³⁹⁸ Vgl. ausführlich zu den Interessenskonflikten infolge der Präsenz von Bankenvertretern in den Aufsichtsräten von Zielunternehmen *Hopt* (2002b), S.364ff.; *Semler/Stengel* (2003), S.6ff.; hierzu auch *Birke* (2006), S.96.

³⁹⁹ Vgl. *Semler/Stengel* (2003), S.4f.

⁴⁰⁰ Vgl. *Kirchner* (2002), S.59f.; *Hopt* (2000), S.1382 bemerkt hierzu im Zusammenhang mit dem Vorschlag, Verteidigungsmaßnahmen von der qualifizierten Zustimmung des Aufsichtsrats abhängig zu machen: „Vorstand und Aufsichtsrat sitzen hier wie auch sonst häufig in einem Boot“; ausführlich zu diesem Problem *Roth/Wörle* (2004), S.610ff.

⁴⁰¹ Vgl. *Roth/Wörle* (2004), S.623; *Semler/Stengel* (2003), S.4f.

steht die Gefahr, dass die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder unter deren Identifikation und Solidarisierung mit dem Vorstand leidet.⁴⁰²

Es kann somit festgehalten werden, dass sich ein eindeutiges Interessenprofil des Aufsichtsrats in Bezug auf eine Unternehmensübernahme nicht klar bestimmen lässt, da im Aufsichtsrat eine Vielzahl unterschiedlicher, organisatorisch und persönlich motivierter Interessen aufeinandertreffen. Wegen des abgeschwächten Interesses der Aufsichtsratsmitglieder am Erhalt ihrer Machtposition, der Tendenz zur Verflechtung der Interessen einzelner Aufsichtsratsmitglieder mit den Vorstandsinteressen und der paritätischen Besetzung, muss jedoch davon ausgegangen werden, dass die Interessen des Aufsichtsrats tendenziell gegen eine Unternehmensübernahme gerichtet sind.

4.4 Arbeitnehmerinteressen

Unabhängig von einer möglichen Unternehmensübernahme bestehen die Interessen der Arbeitnehmer in erste Linie in der Fortexistenz ihres Arbeitsplatzes. Zudem können sich ihre Interessen auch auf Einkommensverbesserungen bzw. den Erhalt ihres Einkommensniveaus sowie auf den Fortbestand des konkreten Standortes, an dem sie ihre Arbeitsleistung erbringen, richten.⁴⁰³ Da diese Faktoren auch im Zusammenhang mit dem Erfolg des Unternehmens stehen, werden auch die Arbeitnehmer grundsätzlich ein Interesse an unternehmenswertsteigernden Maßnahmen haben.

Ein Teil der bereits diskutierten Ursachen von Unternehmensübernahmen lassen den Schluss zu, dass durch die Änderung des Kreises der Aktionäre des Zielunternehmens in jedem Fall auch die Interessen der Arbeitnehmer tangiert sind.⁴⁰⁴ In diesem Zusammenhang ist zunächst das Motiv, Synergieeffekte zu erzielen von Bedeutung.⁴⁰⁵ Daneben können die Arbeitnehmer Nachteile erfahren, wenn die Übernahme dadurch motiviert war, Gewinne aus der Übernahme durch Vermögenstransfers zulasten der Stakeholder zu realisieren.⁴⁰⁶ Aber auch die Umsetzung

⁴⁰² Vgl. Roth/Wörle (2004), S.623ff.

⁴⁰³ Vgl. Bästlein (1997), S.80ff.

⁴⁰⁴ Vgl. Kirchner (1999), S.484; Kirchner (2000b), S.1822 (in Bezug auf das Motiv, mit der Übernahme Synergieeffekte zu realisieren); auch in der Begründung zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz wird auf die weitreichenden Folgen von Umstrukturierungsmaßnahmen für die Arbeitnehmer hingewiesen; Begr. GesE WpÜG, AT, S.63.

⁴⁰⁵ Vgl. zu den Synergieeffekten Gliederungspunkt 3.1.1

⁴⁰⁶ Vgl. zu den Umverteilungstheorien Gliederungspunkte 3.1.3 und 3.2.3.3.

von effizienzsteigernden Maßnahmen mithilfe eines leistungsfähigeren Managements kann die Arbeitnehmerinteressen berühren.

Was das Übernahmemotiv der Synergieeffekte betrifft, so kann es im Falle einer erfolgreichen Übernahme zu personalrelevante Umstrukturierungen oder sonstige Personalmaßnahmen kommen.⁴⁰⁷ Es liegt auf der Hand, dass sich Synergieeffekte dadurch realisieren können, dass Arbeitsplätze infolge der Zusammenlegung von Organisationsbereichen abgebaut werden. Es ist jedoch zu erwarten, dass diese Maßnahmen insbesondere mit operativen Aufgaben betreute Positionen betreffen. Dies belegen Studien zum US-amerikanischen Markt für Unternehmenskontrolle, wonach ein Stellenabbau infolge von Unternehmensübernahmen überwiegend das mittlere Management betrifft.⁴⁰⁸ Aktuellere Studien, die von der Europäischen Kommission in Auftrag gegeben wurden, belegen sogar, dass in der Summe Unternehmen, die Gegenstand einer Übernahme durch *leveraged buyout* (LBO)⁴⁰⁹ waren, einen stärkeren Beschäftigungszuwachs aufweisen als andere Unternehmen.⁴¹⁰ Auch wenn ausgehend von diesen Studien zu erwarten ist, dass die Arbeitsplätze der Arbeiter – zumindest in den Fällen von LBOs - im Gegensatz zu denen der Angestellten im mittleren Management, von der Übernahme in der Regel nicht betroffen werden, so kann die Gefahr des Arbeitsplatzverlustes dennoch nicht generell ausgeschlossen werden.⁴¹¹ Unabhängig von einem möglichen Arbeitsplatzabbau laufen die Arbeitnehmer Gefahr, dass Umstrukturierungsmaßnahmen zu einer örtlichen Verlegung von Arbeitsplätzen führen.

In den Fällen, in denen Übernahmen durch Kursverluste wegen eines ineffizienten Managements des Zielunternehmens und/oder durch das Anliegen, von der Übernahme durch Wohlfahrtstransfers zulasten der Arbeitnehmer zu profitieren, moti-

⁴⁰⁷ Vgl. *Grobys* (2002), S.1.

⁴⁰⁸ Vgl. *Coffee* (1988), S.81f.; hierzu auch *Hahn* (1992), S.109; *Mühle* (2002), S.83.

⁴⁰⁹ Unter LBOs sind Unternehmensübernahmen zu verstehen, die durch einen hohen Anteil an Fremdfinanzierung eine höhere Rendite zu erzielen versuchen. Dabei soll der sog. *Leverage-Effekt* ausgenutzt werden, nach dem die Eigenkapitalrendite mit wachsender Verschuldung steigt, wenn die Gesamtkapitalrentabilität über dem Fremdkapitalzins liegt; vgl. *Mühle* (2002), S.76.

⁴¹⁰ Vgl. *European Commission*, Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity (July 2006), S.14 (zwischen 2001 und 2004 sei die Beschäftigung in LBO-Firmen in der EU jährlich um 2,4 % gestiegen, die allgemeine Beschäftigungssteigerung habe zwischen 2000 und 2004 jährlich bei 0,7 % gelegen); hierzu auch *Eidenmüller* (2007), S.217; *Kaserer/Achleitner/Einem/Schiereck* (2007), S.167ff., mit Nachweisen zu diversen Studien.

⁴¹¹ Vgl. *Bästlein* (1997), S.85; *Brown/Medoff* (1988), S.9f., *Shleifer/Vishny* (1988), S.15.

viert sind, kann es ebenfalls zum Abbau von Arbeitsplätzen oder zumindest zu Einkommenskürzungen kommen.⁴¹² Kritisch wird in diesem Zusammenhang vor allem das sogenannte *asset stripping* bewertet, bei dem der Bieter das erworbene Unternehmen in einzelne Teile zerlegt und versucht, diese gewinnbringend zu veräußern.⁴¹³ Allerdings muss beachtet werden, dass auch der These, Unternehmensübernahmen führten generell zu radikalen Kürzungen der Bezüge der Arbeitnehmer in der Literatur – zumindest im Zusammenhang mit LBOs widersprochen wird.⁴¹⁴

Auch wenn Unternehmensübernahmen statistisch gesehen einen zumindest neutralen Effekt auf die Arbeitnehmerinteressen haben, ist nicht auszuschließen, dass Arbeitnehmer in Einzelfällen mit erheblichen Nachteilen zu rechnen haben, wenn das Übernahmeangebot Erfolg hat. Soweit konkrete Arbeitsplätze bedroht sind, spielt es aus der Perspektive der Arbeitnehmer zunächst keine Rolle, ob mit den sie betreffenden Maßnahmen Effizienzsteigerungen oder Wohlfahrtstransfers zu ihren Lasten verfolgt werden. Von möglichen Effizienzsteigerungen werden nur die Arbeitnehmer profitieren können, die im Unternehmen verbleiben. Es ist daher zu erwarten, dass die Arbeitnehmer wegen der Unsicherheiten hinsichtlich ihrer zukünftigen Stellung im Unternehmen einem Übernahmeangebot ablehnend gegenüberstehen und ein Interesse an dessen Scheitern haben, solange nicht gewährleistet ist, dass sie keine Nachteile erfahren.

4.5 Fremdkapitalgeber und andere Gläubiger

Fremdkapitalgeber und andere Gläubiger des Zielunternehmens haben ein Interesse daran, ihr Ausfallrisiko möglichst gering zu halten. Dieses Interesse kann durch den Umstand beeinträchtigt werden, dass Unternehmensübernahmen häufig einen hohen Fremdfinanzierungsgrad aufweisen. So kommt es durch die Steigerung des Verschuldungsgrades infolge der Übernahme zu einer Änderung der Kapitalstruktur des Zielunternehmens. Für die Altgläubiger erhöht sich damit das Ausfallrisiko und der Wert der Gläubigerposition sinkt, falls keine anderweitigen Absicherungsvorkehrungen getroffen wurden. Unternehmensübernahmen sind somit grundsätzlich geeignet, zu Verlusten aufseiten der Fremdkapitalgeber und sonsti-

⁴¹² Vgl. *Shleifer/Vishny* (1988), S.16.

⁴¹³ Vgl. *Bästlein* (1997), S.85; *Immenga/Noll* (1990), S.79f.; *Mühle* (2002), S.81.

⁴¹⁴ Vgl. *Bästlein* (1997), S.91; *Mühle* (2002), S.83; *Kessel* (1995), S.104; in einer Untersuchung zu Einkommensverlusten von Mitarbeitern übernommener Unternehmen in den USA wurde festgestellt, dass sich der Umfang der Gehälter selten und in marginalem Umfang ändert, *Brown/Medoff* (1988), S.9f.

ger Gläubiger zu führen.⁴¹⁵ Für LBOs auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt konnte dieser Effekt auch empirisch nachgewiesen werden.⁴¹⁶ Im Hinblick auf diese Risiken ist jedoch zu berücksichtigen, dass Gläubigern eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Verfügung steht, sich ex-ante gegen übernahmebedingte Verluste abzusichern. Dies kann beispielsweise durch Kreditklauseln und sonstige Nebenabreden (sog. *covenants*) geschehen. Besondere Bedeutung kommt dabei den sog. *change of control* Klauseln zu mit denen Vorkehrungen für den Fall grundlegender Änderungen in der Anteilseignerstruktur getroffen werden. Aber auch Risikozuschläge, Kreditsicherheit oder das Instrument des Eigentumsvorbehaltes sind Instrumente, mit denen die Altgläubiger die Gefahr verringern können, von einem möglicherweise gestiegenen Ausfallrisiko des Zielunternehmens betroffen zu werden.⁴¹⁷ Im Übrigen können sich Fremdkapitalgeber ex-ante durch einen höheren Zins für das Ausfallrisiko entschädigen lassen. Die starke Verbreitung der unterschiedlichen Absicherungsmechanismen deutet darauf hin, dass sich Fremdkapitalgeber und andere Gläubiger mittlerweile auf das Risiko, von einer Übernahme benachteiligt zu werden, eingestellt haben.⁴¹⁸ Es ist deshalb zu erwarten, dass sie einer Unternehmensübernahme weitestgehend neutral gegenüberstehen.

4.6 Lieferanten und Abnehmer

Lieferanten und Abnehmer werden in Geschäftsbeziehungen mit dem Zielunternehmen stehen, die auf einem über die Zeit entstandenen gegenseitigen Vertrauen beruhen und sich häufig durch langfristig angelegte implizite Vereinbarungen auszeichnen. Es ist zu erwarten, dass Lieferanten und Abnehmer im Falle langfristig angelegter Geschäftsbeziehungen spezifische, auf den Bedarf des anderen bzw. ihres Unternehmens abgestimmte, Investitionen tätigen.⁴¹⁹ Aufgrund dieser spezifischen Investitionen können Lieferanten bzw. Abnehmer in ein starkes Abhängigkeitsverhältnis geraten. Soweit Umstrukturierungsmaßnahmen infolge der Übernahme ihr Geschäftsverhältnis zu dem Zielunternehmen betreffen, drohen ihnen Verlust.⁴²⁰ Daneben bergen die spezifischen Investitionen ein hohes Erpressungspotential. Wird dem gegenseitigen Vertrauensverhältnis mit dem Kontroll-

⁴¹⁵ Vgl. Eidenmüller (2007), S.211f.; Lipton (1987), S.27; so zu verstehen auch Hahn (1992), S.101.

⁴¹⁶ Vgl. Asquith/Wizman (1990), S.211f., wonach der Wertverlust der Gläubigerposition im Anschluss an LBOs im Durchschnitt 2,8% beträgt.

⁴¹⁷ Vgl. Mühle (2002), S.81.

⁴¹⁸ Vgl. Hahn (1992), S.102 m.w.N.

⁴¹⁹ Vgl. Bästlein (1997), S.46.

⁴²⁰ Vgl. Alchian/Demsetz (1972), S.777f.

wechsel und einem möglicherweise neu eingesetzten Management seine Grundlage entzogen, müssen die Lieferanten bzw. Abnehmer erwarten, dass dieses Erpressungspotential wird, um Kosten einzusparen. Diese Gefahr ist besonders hoch, wenn es im Rahmen eines LBOs zu einer hohen Verschuldung des Unternehmens kommt und/oder der Bieter unter kurzfristigem Renditedruck steht.⁴²¹ Lieferanten und Abnehmer werden einem öffentlichen Übernahmeangebot daher kritisch begegnen.

4.7 Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Interessen der von einer Unternehmensübernahme betroffenen Akteure aufseiten des Zielunternehmens kann es zu übernahmespezifischen Interessenskonflikten kommen. Für die Aktionäre stellt ein Übernahmeangebot grundsätzlich eine Chance dar, den Ertrag ihrer Kapitalanlage zu verbessern. Demensprechend werden sie in der Regel ein Interesse an Übernahmeangeboten haben. Diesem Anteilseignerinteresse steht das Interesse des Managements entgegen, das sich, infolge des positionalen Konflikts, auf die Verhinderung einer Unternehmensübernahme richten wird. Aber auch für Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber und andere Gläubiger kann eine Unternehmensübernahme negative Folgen haben, weshalb es auch zwischen ihnen und den Anteilseignern zu Interessenskonflikten kommen kann. Die Mitglieder des Aufsichtsrats werden – vergleichbar mit dem Vorstand - ein Interesse an dem Erhalt ihrer Position im Unternehmen haben. Darüberhinaus kann es zu Interessensverflechtungen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand kommen, weshalb auch im Hinblick auf den Aufsichtsrat mit Interessenskollisionen im Verhältnis zu den Anteilseignern gerechnet werden muss.

⁴²¹ Vgl. *Bästlein* (1997), S.46f.

2. Teil: Die Regelungsprobleme

In Zentrum der Diskussion zu den Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens bei öffentlichen Übernahmeangeboten steht die Frage, ob und wenn ja, unter welchen Voraussetzungen das Management befugt sein soll, Maßnahmen zur Abwehr einer Unternehmensübernahme zu ergreifen.⁴²² Der nachfolgende Teil der Arbeit widmet sich der ausführlichen Darstellung der Probleme, die im Zusammenhang mit der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens im Rahmen öffentlicher Übernahmeverfahren auftreten können. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Interessen der vom Übernahmeangebot betroffenen Akteure und der Diskussion zu den Vor- und Nachteilen von Verteidigungsmaßnahmen soll, der Versuch unternommen werden, das mehrschichtige Regelungsproblem zu strukturieren. Dafür werden die einzelnen Aspekte des Regelungsproblems im Hinblick auf die vorzunehmende Analyse der Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements des Zielunternehmens nach dem WpÜG und die darauffolgende Entwicklung möglicher Regelungsalternativen zu identifizieren sein, um diese, aus juristischer und ökonomischer Perspektive, beleuchten und verorten zu können.

5 Ausgangspunkt und Dimension der Regelungsprobleme

5.1 Ausgangspunkt: Das Versagen der verbandsrechtlichen Regularien

In Anbetracht der bereits dargelegten Agenturproblematik⁴²³ ist es notwendig, opportunistisches Verhalten des Managements im Rahmen des ihm eingeräumten und im Sinne der Theorie der Firma begrüßenswerten unternehmerischen Handlungsspielraumes zulasten anderer Akteure, deren Interessen in dem jeweiligen Zusammenhang als schützenswert erachtet werden,⁴²⁴ durch entsprechende Kontroll- und Anreizmechanismen zu unterbinden. Allerdings verursacht die Installation von Kontroll- und Anreizmechanismen regelmäßig Agenturkosten. Insofern besteht ein *trade-off* zwischen den Agenturkosten, die infolge opportunistischen Verhaltens anfallen, und denjenigen, die durch die Kontrolle des Managements verursacht werden. Aus diesem Grund ist es ökonomisch sinnvoll, das Maß der

⁴²² Vgl. Brandi (2003), S.228.

⁴²³ Vgl. Gliederungspunkt 2.4.2.

⁴²⁴ Vgl. zu der Diskussion der Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse Gliederungspunkt 6.1.2.1.

Kontrolle des Managements der Gefahr opportunistischen Verhaltens in dem infrage stehenden Regelungsbereich anzupassen. Neben dem Grad der Informationsasymmetrien und dem damit verbundenen Aufdeckungsrisiko hängt die Gefahr opportunistischen Verhaltens von der Intensität des Interessenskonflikts ab, dem ein Manager in der jeweiligen Entscheidungssituation ausgesetzt ist. Je mehr ein Manager in der konkreten Entscheidungssituation zu gewinnen oder zu verlieren hat und je geringer die Eintrittswahrscheinlichkeit und Höhe möglicher Sanktionen ist, desto höher ist seine Motivation zu opportunistischem Verhalten.⁴²⁵ Bei der Entscheidung darüber, ob sich opportunistisches Verhalten lohnt, wird ein rationaler und eigennutzorientierter Manager Vorteile aus einem opportunistischen Verhalten mit dem Produkt aus Aufdeckungsrisiko und Höhe der zu erwartenden Nachteile vergleichen.⁴²⁶ Dementsprechend sollten auch die Agenturkosten verursachenden Kontroll- und Anreizmechanismen der Intensität des Interessenskonflikts angepasst werden.

In der Agenturtheorie wird im Zusammenhang mit interessenrelevanten Entscheidungssituationen des Managements zwischen operativen Entscheidungen oder *repeat transactions* und *final period transactions* unterschieden.⁴²⁷ Operative Entscheidungen machen einen Großteil der Handlungen des Managements aus und werden in gleicher oder ähnlicher Weise regelmäßig und wiederholt getroffen. Diesen *repeat transactions* stehen die *final period transactions* gegenüber, die sich durch ihren außerordentlichen Charakter auszeichnen, häufig mit erheblichen Vermögensverschiebungen verbunden sind und grundlegende Auswirkungen auf die Organ- oder Unternehmensstruktur haben können.

5.1.1 *Repeat transactions*

Nach dem Verbandsrecht ist das Management unterschiedlichen Kontroll- und Anreizmechanismen ausgesetzt. Gesellschaftsinterne Kontroll- und Anreizmechanismen beruhen insbesondere auf dem Zusammenspiel von Aufsichtsrat, Hauptversammlung, aktiven Aktionären sowie Jahresabschluss und Abschlussprüfung. Daneben dienen sanktionsbewährte Pflichtenstandards als Anreizmechanismus. Anreize zu einem interessengerechten Verhalten schaffen zudem anreizkompatible Vergütungssysteme. Aber auch die Insolvenzgefahr kann das Management disziplinieren. Ebenfalls disziplinierend wirken der Markt für Unternehmenskontrol-

⁴²⁵ Vgl. Birke (2006), S.166; grundlegend hierzu Bonin (2004), S.406ff.; Easterbrook/Fischel (1991), S.169f.; Eisenberg (1989), S.1471ff.

⁴²⁶ So zu verstehen auch Birke (2006), S.166.

⁴²⁷ Vgl. Bainbridge (1991), S.1000 und S.1011; Bonin (2004), S.407ff.; Easterbrook/Fischel (1991), S.169f.

le und der Arbeitsmarkt für Manager.⁴²⁸ Im Rahmen herkömmlicher operativer Tätigkeiten ist die Möglichkeit opportunistischen Verhaltens regelmäßig auf ein abgeschwächtes Anstrengungsniveau (*shrinking*) oder die Verfolgung eigener Zielvorstellungen bzw. der Realisierung eigener Annehmlichkeiten (*consumption on the job*) beschränkt.⁴²⁹ Opportunistisches Verhalten im Rahmen der *repeat transactions* wird dem Management folglich regelmäßig keine substantiellen Vorteile bringen. Diesen nicht substantiellen Vorteilen stehen die relativ gravierenden Nachteile gegenüber, die ihm aus den aufgeführten Kontroll- und Anreizmechanismen erwachsen können. Eine verminderte Performance macht das Unternehmen anfällig für Unternehmensübernahmen, was mit der Gefährdung der Stellung des Managements verbunden ist. Gleichzeitig wird sich das Management im Falle schlechter Geschäftszahlen vor dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung rechtfertigen und schlimmstenfalls mit seiner Absetzung rechnen müssen. Können Pflichtverstöße nachgewiesen werden, wird sich der betreffende Manager mit Schadensersatzklagen konfrontiert sehen. Ein schlechtes Abschneiden des Unternehmens kann zudem unabhängig von dem Nachweis einer Pflichtverletzung zu einem Reputationsverlust führen, der wiederum den Marktwert eines Managers schmälert. Im Falle einer erfolgsabhängigen Vergütung wird ein Manager auch selbst ein Interesse an dem Unternehmenserfolg haben.

Da Manager bei der Entscheidung über die Vornahme von *repeat transactions* regelmäßig davon ausgehen, weiterhin in dem Unternehmen zu verbleiben, kommt es hinsichtlich der genannten Kontroll- und Anreizmechanismen zu einer Verstärkung der disziplinierenden Wirkung, weil in diesem Fall das Aufdeckungs- und Sanktionsrisiko, insbesondere im Hinblick auf die Kontrolle durch Aufsichtsrat und Hauptversammlung, wiederkehrend ist.⁴³⁰

5.1.2 Final period transactions

Wie bereits erwähnt wurde, zeichnen sich *final period transactions* durch ihren außerordentlichen Charakter aus, sind häufig mit erheblichen Vermögensverschiebungen verbunden und können grundlegende Auswirkung auf die Organ- oder Unternehmensstruktur haben. Je nach Situation, in der sich ein Mitglied des Managements im Rahmen einer solchen Transaktion befindet, kann diese ihm die Möglichkeit zur eigennützigen Realisierung erheblicher Vorteile bieten oder aber die Gefahr substantieller Nachteile bergen.

⁴²⁸ Vgl. ausführlich zu den einzelnen Kontrollmechanismen Arnold (2007), S.73ff.; Herkenroth (1994), S.308ff.

⁴²⁹ Vgl. Eisenberg (1989), S.1471.

⁴³⁰ Vgl. Bainbridge (1992), S.1000f.; Bonin (2004), S.408 m.w.N.

Im Zusammenhang mit der ersten Konstellation sind beispielsweise die Übernahmen anderer Unternehmen, die Ausgliederung von Unternehmensteilen oder der Verkauf von Vermögenswerten des Unternehmens zu nennen.⁴³¹ In diesen Fällen kann das opportunistische Verhalten zum einen darin bestehen, dass das Management die Maßnahme mit dem eigennützigen Motiv des Ausbaus seiner Machtposition ergreift⁴³² oder aber versucht, sich direkt unter Ausnutzung seiner zentralen Entscheidungsposition in dem Transaktionsvorgang zu bereichern, indem beispielsweise Beraterverträge geschlossen werden oder verdeckte Zahlungen zugunsten des Managements erfolgen.⁴³³ Die Gewinne, die aus einem solchen opportunistischen Verhalten gezogen werden, können unter Umständen so hoch sein, dass sie durch die Kontroll- und Anreizmechanismen und die drohenden Sanktionen nicht mehr aufgewogen werden.

Nachteile hat das Management aus *final period transaction* insbesondere dann zu erwarten, wenn diese im Zusammenhang mit Aktivitäten von Aktionären oder der Zusammensetzung der Aktionärsstruktur stehen. Gefahren können beispielsweise von aktiven Aktionärsstrategien ausgehen, die gegen das Management gerichtet sind.⁴³⁴ Den wohl wichtigsten Fall bilden drohende Unternehmensübernahmen. Wie bereits dargestellt wurde, muss das Management befürchten, im Anschluss an die Übernahme Kompetenzen, Macht, Reputation sowie Entlohnung einzubüßen und im schlimmsten Fall ausgewechselt zu werden.⁴³⁵ Trifft ein Manager in Bezug auf ein öffentliches Übernahmeangebot Entscheidungen, so wird er dabei immer die konkrete Bedrohung seiner eigenen Position vor Augen haben. Diese Bedrohung und die zu erwartenden Verluste werden im Gegensatz zu der Konstellation bei *repeat transactions* so hoch sein, dass ihnen nicht mit den herkömmlichen Kontroll- und Anreizmechanismen begegnet werden kann. Das Management wird in Anbetracht eines solchen gesteigerten, übernahmespezifischen Interessenskonflikts zwischen seiner Pflichtenstellung und den aus der Übernahme zu erwartenden Nachteilen zu opportunistischem Verhalten geneigt sein, das sich zum einen gegen den Erfolg eines Übernahmeangebots und zum anderen auf die Absicherung seiner Vermögensinteressen für den Fall, dass das Angebot doch Erfolg hat, richtet.

5.1.3 Stellungnahme

⁴³¹ Vgl. Bonin (2004), S.409.

⁴³² Vgl. zum Problem des *empire building* Gliederungspunkt 3.1.5.

⁴³³ Vgl. Bonin (2004), S.409; Mülbert/Birke (2000), S.464.

⁴³⁴ Vgl. Ruffner (2000), S.223.

⁴³⁵ Vgl. Gliederungspunkte 4.2.

Wie dargelegt werden konnte, kommt es bei *repeat transactions* und *final period transactions* zu unterschiedlich starken Interessenskonflikten aufseiten des Managements. Dies führt zu einer unterschiedlich starken Ausprägung des Prinzipal-Agent-Problems in den jeweiligen Entscheidungssituationen. Insbesondere im Fall eines öffentlichen Übernahmeangebots kann es wegen der konkreten Gefahr für das Management zu einem Versagen der herkömmlichen Kontroll- und Anreizmechanismen kommen.⁴³⁶ In Anbetracht des *trade-off* zwischen den Agenturkosten, die infolge opportunistischen Verhaltens anfallen, und denjenigen, die die Kontrolle und Überwachung des Managements verursachen, ist es ökonomisch sinnvoll, nicht jedem Interessenskonflikt dem ein Manager im Rahmen seiner Tätigkeit begegnet mit den gleichen Kontroll- und Anreizmechanismen zu begegnen. Erforderlich ist vielmehr eine Abstufung der Kontrollintensität entsprechend den jeweils auftretenden Interessenskonflikten.

5.2 Die Mehrschichtigkeit des Regelungsproblems

Kommt es in Anbetracht des übernahmespezifischen Interessenskonflikts des Managements zu einem Versagen der herkömmlich verbandsrechtlichen Kontroll- und Anreizmechanismen, stellt sich die Frage, wie das Übernahmeverfahren effizient gestaltet werden kann, ohne der Gefahr eines opportunistischen Verhaltens des Managements ausgesetzt zu sein.

Im Rahmen der Diskussionen zu einer Regulierung von öffentlichen Unternehmensübernahmen auf nationaler und europäischer Ebene wurden im Hinblick auf die Verhaltenspflichten des Managements unterschiedliche Regelungsalternativen erörtert.⁴³⁷ Die beiden Extrempunkte in dieser Diskussion bilden die Forderung nach einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht⁴³⁸ und dem gänzlichen Verzicht auf eine Regelung der Verhaltenspflichten.⁴³⁹ Zwischen diesen beiden Standpunkten bewegen sich fünf weitere Ansichten zur Regulierung von Verhaltenspflichten des Managements.

⁴³⁶ Vgl. Nippgen (2005), S.134.

⁴³⁷ Die nachfolgende Kategorisierung der einzelnen Standpunkte zu den Verhaltenspflichten des Vorstands im Rahmen öffentlicher Unternehmensübernahmen ist angelehnt an Kirchner (1999), S.485f.

⁴³⁸ Vgl. Adams (1990b), S.246; Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer (1990), S.112ff.; Dimke/Heiser (2001), S.249; Koch (2001), S.42; Rümke (1991), S.690f.

⁴³⁹ Vgl. Müller (1993), S.212ff.; Werner (1989), S.15ff.; in Anbetracht des dargestellten übernahmespezifischen Interessenskonflikts ist diese Ansicht wenig realistisch und findet in der Literatur keine Beachtung mehr; sie kann daher vernachlässigt werden, Kirchner (1999), S.485.

Zwei Ansichten gehen von einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit autonomen Ausnahmen aus, die dem Vorstand erlauben, in bestimmten Fällen ohne eine Einbeziehung der Anteilseigner Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen. Einer Ansicht zufolge soll eine solche autonome Ausnahme von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands dann vorliegen, wenn durch die Übernahme beispielsweise konkrete Gesetzesverstöße drohen oder schwere Schäden des Zielunternehmens zu erwarten sind.⁴⁴⁰ Der anderen Ansicht zufolge sollen autonome Ausnahmen dann bestehen, wenn der Vorstand des Zielunternehmens auf Antrag von einem Aufsichtsorgan von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht entbunden wird.

Diskutiert wird desweiteren die Konstellation, dass eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht für solche Maßnahmen nicht gelten soll, zu denen der Vorstand von den Anteilseignern vor einem konkreten Übernahmeangebot autorisiert worden ist (sog. antizipierende Verteidigungsmaßnahmen).

Eine andere Regelungsalternative will Ausnahmen von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht zulassen, wenn der Vorstand während der Frist des Übernahmeangebots von den Anteilseignern konkret zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen autorisiert wird.

Schließlich wird die Auffassung vertreten, an die Stelle einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht solle eine qualifizierte haftungsbewehrte Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse, angelehnt an das US-amerikanische Konzept der modifizierten Business Judgment Rule, treten. Diese Regelung wäre zu flankieren von der Möglichkeit der Aktionäre, Verteidigungsmaßnahmen in einem, auf den Zeitdruck während des Übernahmeverfahrens aufgerichteten Abstimmungsverfahren zuzustimmen bzw. dem Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu widersprechen.⁴⁴¹

Die Vielfaltigkeit dieser Ansätze zeigt, wie kontrovers die Diskussion zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens ist. Dies hat seine Ursache in der Mehrschichtigkeit des Regelungsproblems auf juristischer und ökonomischer Ebene sowie der Verschränkung der juristischen und ökonomischen Dimension des Regelungskomplexes. Im Hinblick auf rechtsdog-

⁴⁴⁰ Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen *Ebenroth/Daum* (1991), S.1160; *Hopt* (1993), S.553ff., *Hopt* (2000), S.13 (1992)f.; *Kirchner* (1999), S.487f.; *Mülbart* (1999), S.89; *Nippgen* (2005), S.160ff.

⁴⁴¹ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489f.; *Kirchner* (2000a), S.112f.; *Kirchner* (2000b), S.1830; *Kirchner* (2002), S.60; *Kirchner/Painter* (2000), S.394ff.; *Kirchner/Painter* (2002), S.472ff.

matische Fragen muss auf juristischer Ebene beachtet werden, dass die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens Bereiche sowohl des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts als auch des Kapitalmarktrechts berührt. Daneben hat das Regelungsproblem durch die Bestrebungen der Europäischen Union, das Übernahmerecht auf europäischer Ebene zu harmonisieren, eine europarechtliche Dimension. Schließlich muss auch die kollisionsrechtliche Problematik bei transatlantischen Unternehmensübernahmen berücksichtigt werden.

Auf der ökonomischen Ebene geht es zunächst um die regulatorische Frage, auf welche Weise das Ziel eines funktionierenden Markts für Unternehmenskontrolle im Hinblick auf öffentliche Übernahmen zur Sicherung einer effizienten Ressourcenallokation realisiert werden kann. Diese ökonomische Fragestellung geht in dem Regelungsanliegen des Kapitalmarktrechts auf. Aus ökonomischer Perspektive ist darüberhinaus die Frage von Bedeutung, wie die Kontrollprobleme im Zusammenhang mit der Corporate Governance während des Übernahmeverfahrens zu lösen sind, damit die positiven Effekte von Verteidigungsmaßnahmen realisiert werden können ohne, dass die Agenturkosten unverhältnismäßig steigen. Durch eine konsequente ökonomische Herangehensweise an das Regelungsproblem kann in diesem Zusammenhang verhindert werden, dass rechtspolitische Empfehlungen ausgesprochen werden, die ökonomisch schlecht haltbar sind.⁴⁴² Dies ist schon deshalb geboten, weil die rechtswissenschaftliche Diskussion bereits mit Versatzstücken der ökonomischen Argumentation wie der Prinzipal-Agent Theorie arbeitet.⁴⁴³

Die nachfolgenden Abschnitte widmen sich einer detaillierten Darstellung des Regelungsproblems aus juristischer und ökonomischer Perspektive. Der Sichtweise folgend, dass die Ökonomische Theorie des Rechts unter Rückgriff auf das wirtschaftswissenschaftliche Instrumentarium einen ergänzenden Beitrag zu rechtswissenschaftlichen Diskussionen leisten kann,⁴⁴⁴ wird zunächst auf die Probleme auf der juristischen Ebene eingegangen. Danach wird das ökonomische Regelungsproblem unter Berücksichtigung der zuvor identifizierten juristischen Probleme behandelt. Insbesondere bei der Behandlung der Regelungsprobleme aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive sowie derer, die sich im Verhältnis zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht ergeben, werden bereits ökonomische Gesichtspunkte in die Untersuchung mit einfließen. Die hängt damit zusammen, dass sich das Kapitalmarktrecht als marktbezogene

⁴⁴² Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823f.

⁴⁴³ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823f.

⁴⁴⁴ Vgl. Gliederungspunkt 2.2.

Regelungsmaterie dogmatisch an ökonomischen Grundsätzen und Zielen ausgerichtet.

6 Regelungsprobleme aus juristischer Perspektive

6.1 Regelungsprobleme aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive

Es wurde bereits dargelegt, inwiefern die Interessen unterschiedlicher Akteure aufseiten des Zielunternehmens von einem Übernahmeangebot betroffen sein können. Aus der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Perspektive stellt sich damit die Frage, welche Interessen im Rahmen der Regelung der Verhaltenspflichten des Managements zu berücksichtigen sind und wie diese Interessen gewahrt werden können. Die Regelungsproblematik hinsichtlich dieser Frage besteht darin, dass der Vorstand für den Fall, dass er neben den Interessen der Anteilseigner auch noch andere Fremdinteressen zu wahren hat, den Konflikt zwischen diesen anderen Fremdinteressen und den Interessen der Anteilseigner zu lösen hätte und übernahmerechtliche Regularien dieser Tatsachen aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive Rechnung tragen müssten.⁴⁴⁵

6.1.1 Grundsätze und Zielrichtung des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts

Bevor auf die Wertungsprinzipien des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts eingegangen werden kann, sollen zunächst die Begriffe des Unternehmensrechts und des Gesellschaftsrechts einer separaten übersichtsartigen Betrachtung unterzogen werden, um Klarheit bezüglich der Verwendung des Begriffs des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts im weiteren Verlauf der Arbeit zu schaffen.

6.1.1.1 Unternehmensrecht

6.1.1.1.1 Grundlagen

Der Begriff des Unternehmensrechts findet den Ursprung seines heutigen Verständnisses in einer Diskussion, die das Anliegen verfolgte, den Entwicklungen im Wirtschaftsrecht, insbesondere im Hinblick auf das Wettbewerbs-, Konzern-, Publizitäts-, Betriebsverfassungs-, Mitbestimmungsrecht, und deren Einfluss auf das Gesellschaftsrecht gerecht zu werden und die herkömmliche handels- und gesellschaftsrechtliche Systematik in Bezug auf ein neues – am Unternehmensbegriff

⁴⁴⁵ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822f.

orientiertes – dogmatisches Konzept zu überdenken.⁴⁴⁶ Den Schwerpunkt der Kontroverse um das Unternehmensrecht bildet die Frage nach der inneren Organisation der Unternehmen und der entsprechenden Ausgestaltung einer Unternehmensverfassung.⁴⁴⁷

Bereits 1951 beschäftigte sich der Deutsche Juristentag mit der Gestaltung der Unternehmensformen unter den Gesichtspunkten der Wirtschafts- und Sozialverfassung und setzte eine Kommission ein, die entsprechende Gestaltungsvorschläge ausarbeiten sollte.⁴⁴⁸ 1972 wurde ebenfalls eine Unternehmensrechtskommission vom Bundesjustizministerium eingesetzt, deren Bericht 1979 abgeliefert und 1980 veröffentlicht wurde. Diese Unternehmensrechtskommission hatte den Auftrag, die „Rechtsfragen zu untersuchen, die sich aus der notwendigen Fortentwicklung des Gesellschaftsrechts zu einem umfassenden Unternehmensrecht ergeben“ und „Vorschläge für die zu diesem Zweck erforderlichen Änderungen des Gesellschaftsrechts mit dem Ziel zu erarbeiten, ein den wirtschaftlichen und sozialen Entwicklungen unserer Zeit gerecht werdendes Unternehmensrecht zu schaffen.“⁴⁴⁹ Zwar konnte die Kommission keine in sich geschlossene Konzeption eines neuen Unternehmensrechts vorlegen, jedoch wurden die einschlägigen Fragen näher untersucht und unterschiedliche Modelle für eine künftige Unternehmensverfassung erarbeitet.⁴⁵⁰ Mit der Diskussion um das Schlagwort „Unternehmensverfassung“ erhielt das Innenrecht der Gesellschaft eine politische Dimension, mit der sich ein Sinneswandel von einem instrumentell begriffenen zu einem kritisch aufbereiteten Organisationsrecht, von der Maßgeblichkeit kapitalistischer Unternehmensbeteiligungen hin zum Gedanken eines partnerschaftlichen Unternehmensverbandes vollzog.⁴⁵¹ Unter diesen Gesichtspunkten kann das Unternehmen definiert werden als eine auf der organisatorischen Verbindung von Personen und sachlichen Mitteln beruhende rechtliche Einheit, die nach ökonomischen Methoden arbeitet und wirtschaftliche Güter oder Dienstleistungen hervorbringt, um über den Markt die Nachfrage der Allgemeinheit nach ihren Produkten und mit

⁴⁴⁶ Vgl. *Vanberg* (1982), S.277.

⁴⁴⁷ Vgl. *Vanberg* (1982), S.278.

⁴⁴⁸ Vgl. DJT, Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts, Teil I 1 955, Teil II 1 957.

⁴⁴⁹ Vgl. *Bundesministerium der Justiz* (Hrsg.), Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission, Köln 1980, S.82.

⁴⁵⁰ Vgl. *Raiser/Veil* (2006), S.18f.

⁴⁵¹ Vgl. *Schmidt* (2002), S.16.

dem Erlös die Einkommenswünsche und sonstigen Bedürfnisse seiner Anteilseigner, Arbeitnehmer und Unternehmensleiter zu befriedigen.⁴⁵²

Die Entwicklung hin zu einem umfassenden Verständnis des Unternehmens ist seit den 90er Jahren, unter dem Einfluss der Bedürfnisse des Kapitalmarkts, des vordringenden Kapitalmarktrechts und der, aus den USA stammenden *shareholder value* Bewertung allerdings wieder rückläufig.⁴⁵³ So ist Unternehmensrecht auch trotz entsprechender Bemühungen noch nicht zu einem eindeutig abgrenzbaren juristischen Rechtsgebiet geworden⁴⁵⁴ und dient nach seinem bisherigen Verständnis in erster Linie rechtspolitischen Arbeitsfeldern und Programmen.⁴⁵⁵ Ein eindeutiger Regelungsgegenstand und eindeutige Regelungsziele des Unternehmensrechts lassen sich deshalb im Gegensatz zum Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht nicht bestimmen.⁴⁵⁶ Jedenfalls kann festgestellt werden, dass das Streben nach Gewinnmaximierung zugunsten der Anteilseigner nicht alleiniges Regelungsziel des Unternehmensrechts sein kann, sondern daneben auch andere Ziele verfolgt werden, wie beispielsweise die Erhaltung der Lebens- und Funktionsfähigkeit des Unternehmens, seine Expansion, sowie die Befriedigung der Bedürfnisse anderer, unternehmensrechtlicher Bezugsgruppen.⁴⁵⁷ Teilweise werden die Unternehmensziele unter Beachtung des ökonomischen Prinzips in der Organisation aller unternehmerischen Tätigkeiten unter den Gesichtspunkten der Maximierung der Leistung und der Minimierung des Kosten bzw. der optimalen Relation zwischen Aufwand und Ertrag verstanden.⁴⁵⁸ Durch ein solches umfassendes Verständnis der Organisationseinheit Unternehmen kommt dem Unternehmensrecht im Hinblick auf die - vielfach vernachlässigte - Abstimmung der, das Unternehmen betreffenden Rechtsmaterien besondere Bedeutung zu.⁴⁵⁹

6.1.1.1.2 Zu der Frage nach den unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen

Geht man davon aus, dass unterschiedliche Personengruppen und Institutionen auf die wirtschaftlichen Aktivitäten von Unternehmen Einfluss nehmen und diese

⁴⁵² Vgl. *Raiser/Veil* (2006), S.21; zu dem nach Regelungszusammenhang variierenden Verständnis des Unternehmensbegriffs *Kübler/Assmann* (2006), S.39f.

⁴⁵³ Vgl. *Raiser/Veil* (2006), S.19.

⁴⁵⁴ Vgl. *Schmidt* (2002), S.16; so zu verstehen auch *Raiser/Veil* (2006), S.21.

⁴⁵⁵ Vgl. *Schmidt* (2002), S.16; *Wiedemann* (1980), S.308.

⁴⁵⁶ Vgl. *Jürgenmeyer* (1984), S.116f.

⁴⁵⁷ Vgl. *Raiser/Veil* (2006), S.23.

⁴⁵⁸ Vgl. *Raiser* (1980), S.214 m.w.N.

⁴⁵⁹ Vgl. *Kirchner* (1983), S.156f.; *Schmidt* (2002), S.17; *Windbichler* (2008), S.7.

Aktivitäten wiederum verschiedene Gruppen betreffen, so liegt es nahe, danach zu fragen, welche Rechtspositionen diesen verschiedenen Personengruppen und Institutionen zugeordnet werden sollten.⁴⁶⁰ So hat auch im Zusammenhang mit der Unternehmensrechtsdiskussion die Frage danach, welche Akteure nach einer entsprechenden Unternehmensverfassung als unternehmensrechtliche Bezugsgruppen zu verstehen sind, an Bedeutung gewonnen. Wichtig ist, an dieser Stelle zu bemerken, dass die Feststellung der unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen noch keine Aussage darüber zulässt, wie die Rechtsstellung der Bezugsgruppe auszugestalten ist.⁴⁶¹ Vielmehr geht es zunächst einmal darum festzustellen, ob eine bestimmte Gruppe von Akteuren überhaupt in unternehmensrechtliche Erwägungen mit einzubeziehen ist. Als Interessensgruppen in diesem Sinne sind neben den Anteilseignern und den Arbeitnehmern (einschließlich dem Management) auch Fremdkapitalgeber, Lieferanten, Abnehmer und die Allgemeinheit in Betracht zu ziehen.

Der sogenannten Objektstheorie zufolge, nach der das Unternehmen als Wirtschaftsorganisation angesehen wird, ist das Substrat der Unternehmensverfassung die durch „einheitliche Leitung und ökonomische Zweckrichtung abgegrenzte Wirtschaftsorganisation, die durch das Zusammenwirken der Kapitaleigner und der Arbeitnehmer gekennzeichnet ist“.⁴⁶² Demnach soll die Unternehmensordnung auf die angemessene Verteilung von Zuständigkeiten an Personen ausgerichtet sein, die innerhalb der Organisation Entscheidungen planen und deren Rechtsverhältnisse regeln.⁴⁶³ Die Unternehmensordnung soll dann nicht „naturgesetzlich auf einen bestimmten Kreis von Beteiligten, wohl aber auf alle Unternehmen“ ausgerichtet sein.⁴⁶⁴ Hierbei wird teilweise zwischen einer gesellschaftsrechtlichen Unternehmensordnung, die das Verhältnis zwischen der Geschäftsführung und den Anteilseignern und einer nicht-gesellschaftsrechtlichen Unternehmensordnung unterschieden, die die Interessen Dritter berücksichtigt.⁴⁶⁵ Eine klare Abgrenzung der unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen lässt sich anhand der Objektstheorie jedoch nicht vornehmen.

⁴⁶⁰ Vgl. *Kirchner* (1983), S.156.

⁴⁶¹ So zu verstehen *Kirchner* (1985b), S.102.

⁴⁶² Vgl. *Wiedemann* (1980), S.311.

⁴⁶³ Vgl. *Wiedemann* (1980), S.311.

⁴⁶⁴ Vgl. *Wiedemann* (1980), S.311.

⁴⁶⁵ Vgl. *Wiedemann* (1980), S.296ff und S.300ff.; ähnlich *Zöllner* (2003), S.5f, der zwischen einem Arbeitnehmer- und einem Anteilseignerverband unterscheidet.

Ein anderer Ansatz beruht auf einer individualistisch-austauschtheoretischen Interpretation des Unternehmens und beschränkt sich bei der Abgrenzung der unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen auf die Analyse von Marktphänomenen. Der Ansatz überträgt das in der ökonomischen Marktanalyse bewährte Tauschkonzept auf die Analyse der Organisation Unternehmen⁴⁶⁶ und beruht damit auf der Idee des Austausches von Leistungen zwischen Organisation und Organisationsteilnehmern.⁴⁶⁷ Problematisch ist allerdings, dass diese Austauschperspektive kein klares Kriterium bietet, anhand dessen sich die Marktbeziehung und die innerorganisatorischen Beziehungen des Unternehmens abgrenzen und sich die Organisationsmitglieder klar bestimmen lassen.⁴⁶⁸ Der Schluss, dass jeder Akteur der mit dem Unternehmen in einer Austauschbeziehung steht, sogleich als dessen Mitglied zu verstehen ist, kann zu willkürlichen Ergebnissen führen.

Demgegenüber geht die sogenannte Subjekttheorie von einem Verständnis des Unternehmens als ein Sozialverband⁴⁶⁹ oder einer organisatorischen Gemeinschaft aus.⁴⁷⁰ Mitglieder eines solchen Sozialverbandes bzw. einer solchen Organisation sollen stets die Arbeitnehmer, das Management und die Anteilseigner sein. Daneben kommen als weitere Interessensgruppen Kreditgeber, Konsumenten, Lieferanten, Abnehmer und die Allgemeinheit infrage. Ein schlüssiger Ansatz innerhalb der Subjekttheorie zur Abgrenzung der an dem Unternehmen Beteiligten, der auf das Verständnis des Unternehmens als Sozialverband zurückgreift, ist das Modell der Ressourcenzusammenlegung. Nach diesem Modell liegt das konstitutive Strukturmerkmal von Organisationen darin, dass mehrere Akteure bestimmte Ressourcen zusammengelegt haben, die ihrer individuellen Verfügung entzogen und als Bündel einer einheitlichen Disposition unterstellt sind. All diejenigen, die durch das Einbringen ihrer Ressourcen mit der Organisation des Unternehmens verbunden sind, können dann als Unternehmensmitglieder verstanden werden.⁴⁷¹ Mitglieder in diesem Sinne sind dann die Anteilseigner als Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber und sonstige Gläubiger sowie Arbeitnehmer einschließlich des Managements.⁴⁷² Begründen ließe sich eine Beteiligung auch für die Allgemeinheit, da diese Ressourcen in Form von Infrastruktur einschließlich Gesetzgebung, Ausbildung der Arbeitnehmer und sozialen Sicherungssystemen, aber gegebenen-

⁴⁶⁶ Vgl. *Vanberg* (1982), S.280.

⁴⁶⁷ Vgl. grundlegend *Barnard* (1970), *Simon* (1955).

⁴⁶⁸ Vgl. *Vanberg* (1982), S.281.

⁴⁶⁹ Vgl. *Ballerstedt* (1977), S.15ff.

⁴⁷⁰ Vgl. *Raiser* (1969), S.139ff.; *Raiser* (1979), S.561ff.

⁴⁷¹ Vgl. *Vanberg* (1982), S.286ff.

⁴⁷² Vgl. *Vanberg* (1982), S.289.

falls auch konkrete finanzielle Mittel in Form von Förderungsleistungen etc. in Unternehmen mit einbringt. Fraglich ist, ob dem Kreis der Unternehmensmitglieder Lieferanten und Abnehmer zuzurechnen sind⁴⁷³ Zwar werden deren Ressourcen regelmäßig nicht in das unternehmensinternen Verfügungssystem eingeordnet, doch insbesondere in Fällen, in denen eine hoher Spezifizierungsgrad in der Lieferungskette besteht, richten Lieferanten bzw. Abnehmer ihre Ressourcenverwendung zumindest an einem bestimmten Unternehmens aus.

Vor dem Hintergrund der dargestellten Ansätze kann festgestellt werden, dass die Abgrenzung der Bezugsgruppen des Unternehmensrechts keinen starren Charakter hat.⁴⁷⁴ In diesem Sinne kann das Unternehmensrecht als der Überschneidungsbereich von Rechtsnormen verstanden werden, die für das Zusammenwirken von Kapitalgebern, Arbeitnehmern und Managern, und je nach Sichtweise auch der Allgemeinheit und der Lieferanten und Abnehmer, in der abgegrenzten Einheit Unternehmen zur Verfügung stehen.⁴⁷⁵ Vor dem Hintergrund eines solchen Verständnisses des Unternehmensrechts erlangt die Ausgestaltung einer, die Interessen aller an dem Unternehmen Beteiligten wahrenden Unternehmensverfassung eine herausragende Stellung im Zusammenhang mit der Corporate Governance-Diskussion.⁴⁷⁶

6.1.1.2 Gesellschaftsrecht

Gesellschaftsrecht ist das Recht der privatrechtlichen Personenvereinigungen, die zur Erreichung eines bestimmten gemeinsamen Zwecks durch Rechtsgeschäft begründet werden.⁴⁷⁷ Regelungsgegenstand des Gesellschaftsrechts sind die Verbands-, Vermögens- und Unternehmensordnung.⁴⁷⁸ Soweit die Gesellschaft Trägerin eines Unternehmens ist,⁴⁷⁹ interessiert sich die Rechtswissenschaft in Bezug auf das Phänomen Unternehmen demnach für die rechtliche Ausgestaltung der

⁴⁷³ Vgl. ablehnend *Vanberg* (1982), S.289.

⁴⁷⁴ Vgl. *Kirchner* (1983), S.156.

⁴⁷⁵ Vgl. *Windbichler* (2008), S.7.

⁴⁷⁶ Vgl. *Kirchner* (1983), S.157f.; *Windbichler* (2008), S.8.

⁴⁷⁷ Vgl. *Kübler/Assmann* (2006), S.1; *Schmidt* (2002), S.3f.; *Windbichler* (2008), S.1; kritisch zu diesem Begriffsverständnis im Hinblick auf die Einmanngesellschaft und die privatrechtliche Stiftung *Kübler/Assmann* (2006), S.2ff.; *Schmidt* (2002), S.5f.

⁴⁷⁸ Vgl. *Wiedemann* (1980), S.16ff.

⁴⁷⁹ Vgl. zum Verständnis der Gesellschaft als Unternehmensträger für viele *Schmidt* (1999), S.81ff und S.98ff.; zu dem Streit, ob die Gesellschaft als Trägerin eines Unternehmens zu verstehen ist *Kübler/Assmann* (2006), S.22f.

Organisation Unternehmen und die rechtliche Regelung des Verhaltens der am Unternehmen Beteiligten.⁴⁸⁰ Insoweit ist Gesellschaftsrecht in erster Linie Organisationsrecht⁴⁸¹ und im Gegensatz zum Kapitalmarktrecht rechtsformspezifisch.⁴⁸² Aus rechtswissenschaftlicher Perspektive wird dabei dem Ausgleich der unterschiedlichen Interessenspositionen der an dem Unternehmen beteiligten Akteure durch Strukturnormen, Verfahrensregeln, Verhaltensgrundsätze und Kompetenzverteilungen besondere Bedeutung zugemessen.⁴⁸³ Dies umfasst nicht allein das Innenverhältnis der Gesellschaft, sondern auch die Beziehung nach außen, also die Rechtsstellung der Gesellschaft gegenüber Dritten, insbesondere gegenüber Gesellschaftsgläubigern.⁴⁸⁴

Die Regelungsfunktion des Gesellschaftsrechts richtet sich in erster Linie an dem wirtschaftspolitischen Zweck aus, der darin besteht, eine Institution zu schaffen, die zu einer effizienten Allokation der Ressourcen beiträgt.⁴⁸⁵ Dieser Zweck umfasst zunächst einmal die Binnenorganisation der Institution Unternehmen als Ressourcenpool.⁴⁸⁶ Insbesondere für das Kapitalgesellschaftsrecht tritt daneben die Funktion über eine geeignete Binnenorganisation die institutionellen Voraussetzungen dafür zu schaffen, die Gesellschaft durch die Transformation privater Ersparnisse in dauerhaft gebundenes unternehmerisches Eigenkapital finanzieren zu können (sog. Kapitalsammelfunktion).⁴⁸⁷ Die wirtschaftspolitische Zwecksetzung verlangt von dem Kapitalgesellschaftsrecht folglich die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Organisation Unternehmen sowohl im Hinblick auf die Interessen der an diesem beteiligten Akteure, als auch im Hinblick auf dessen Eigenschaft als marktbezogenes Finanzierungsinstrument.⁴⁸⁸ Die Organisation des

⁴⁸⁰ Vgl. *Kirchner* (1985b), S.89, *Schwark* (1985), S.10 (1990); *Wiedemann* (1980), S.17.

⁴⁸¹ Vgl. *Windbichler* (2008), S.1; *Schwark* (1985), S.1090; *Windbichler* (2008), S.1.

⁴⁸² Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356.

⁴⁸³ Vgl. *Windbichler* (2008), S.1; *Kirchner* (1985b), S.89; *Kübler/Assmann* (2006), S.176ff.

⁴⁸⁴ Vgl. *Schanze* (1983), S.161; *Windbichler* (2008), S.1.

⁴⁸⁵ Vgl. *Kirchner* (1985b), S.89, *Schwark* (1985), S.10 (1990); *Wiedemann* (1980), S.315.

⁴⁸⁶ Vgl. *Schanze* (1983), S.165ff.; hierzu auch die grundlegenden Ausführungen zur Ökonomischen Theorie der Publikumsgesellschaft unter Gliederungspunkt 2.4; zu dem Verständnis des Unternehmens als Ressourcenpool insbes. *Kirchner* (1985b), S.102; *Vanberg* (1982), S.286ff.

⁴⁸⁷ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.344; *Kübler/Assmann* (2006), S.164; *Mülbert* (1996), S.78 und S.94ff.; *Schwark* (1985), S.1091; hierzu auch die Allgemeine Regierungsbegründung zum AktG 1965 bei *Kropff* (1965), S.14, wonach die Aktiengesellschaft „typischerweise das Sammelbecken der Kapitalbeträge Vieler“ bildet.

⁴⁸⁸ Vgl. *Mühle* (2002), S.147; *Mülbert* (1996), S.124f.; bezüglich der Interessen der an dem Unternehmen beteiligten Akteure stellt *Mühle* jedoch „nur“ auf die verbandsrechtlich organisierte Personenmehrheit und *Mülbert* auf die Aktionäre ab.

Unternehmens ist daher, in Anbetracht des wirtschaftspolitischen Anliegens einer Optimierung der Kapitalallokation, so anzulegen, „dass das Unternehmen nicht nur keinen Störfaktor des Wirtschaftskreislaufs bedeutet, sondern seine ordnungspolitische Ausrichtung des Wettbewerbsprozesses garantiert. Grundbedingung dafür ist die Reaktionsfähigkeit der Wirtschaftssubjekte auf Marktsignale, also auf das Verhalten der Arbeitnehmer, Kapitalgeber, Abnehmer und Lieferanten, Kreditgeber sowie Mitbewerber.“⁴⁸⁹

6.1.1.3 Zum Verständnis des Begriffs des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts für die nachfolgenden Untersuchungen

Das Gesellschaftsrecht ist seinem Umfang nach im Verhältnis zu Unternehmensrecht teils weiter und teils enger; es befasst sich einerseits nicht nur mit unternehmenstragenden Gesellschaften, andererseits nicht mit dem gesamten Unternehmensrecht dieser Gesellschaften.⁴⁹⁰ Besteht nämlich eine unternehmenstragende Organisation – in der Regel in Form einer Handelsgesellschaft –, so umfasst das Gesellschaftsrecht nicht das gesamte Innen- und Außenrecht dieser Organisation. Vielmehr teilt es sich diese Aufgabe mit anderen Rechtsmaterien wie beispielsweise dem Arbeits- oder Handelsrecht.⁴⁹¹ Das Unternehmensrecht kann auf der anderen Seite das Gesellschaftsrecht in weitere Zusammenhänge integrieren, es jedoch keinesfalls ersetzen oder verdrängen, da Gesellschaften ja auch zu anderen Zwecken als der Unternehmensträgerschaft verwendet werden.⁴⁹² Es kann also festgestellt werden, dass das Gesellschaftsrecht und das Unternehmensrecht weder identisch sind, noch das Gesellschaftsrecht in dem Unternehmensrecht aufgehen kann; jedoch bestehen intensive Wechselwirkungen zwischen den beiden Begriffskategorien.⁴⁹³ Teilweise wird der praktische Schwerpunkt der Begriffskategorie Unternehmens- und Gesellschaftsrecht in der Schnittmenge von Unternehmenszweck und Handelsgesellschaften gesehen.⁴⁹⁴ In Anbetracht der rechtspolitischen Ausrichtung der vorliegenden Arbeit wäre eine entsprechende Begriffsverwendung zu restriktiv. Wenn nachfolgend von dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht die Rede ist, soll damit zunächst das Recht gemeint sein, dass die Organisation eines von einer Gesellschaft getragenen Unternehmens betrifft. Daneben soll von der Verwendung des Begriffs Unternehmens- und Gesell-

⁴⁸⁹ Vgl. *Wiedemann* (1980), S.315; hierzu auch *Kirchner* (1985b), S.103.

⁴⁹⁰ Vgl. *Schmidt* (2002), S.17.

⁴⁹¹ Vgl. *Schmidt* (2002), S.17.

⁴⁹² Vgl. *Windbichler* (2008), S.7

⁴⁹³ Vgl. *Schmidt* (2002), S.17.

⁴⁹⁴ Vgl. *Kübler/Assmann* (2006), S.41.

schaftsrecht aber auch das rechtspolitische Verständnis des Unternehmens als Sozialverband bzw. Organisation mit umfasst sein.

6.1.2 Die Regelungsprobleme

Hinsichtlich der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands im Übernahmeverfahren stellt sich aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive die Frage, ob, und wenn ja, in welchem Umfang der Vorstand von seinem unternehmerischen Ermessensspielraum in Bezug auf ein Übernahmeangebot Gebrauch machen kann und welche Fremdinteressen er dabei zu wahren hat. Für die Beantwortung dieser Frage muss zunächst ganz allgemein geklärt werden, wie die Pflichtenstellung des Vorstands nach dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht beschaffen ist. In einem zweiten Schritt ist dann darauf einzugehen, ob diese Pflichtenstellung in Anbetracht einer drohenden Unternehmensübernahme eine Modifizierung i.S.e. Neutralitäts- und Stillhaltepflicht erfahren sollte oder sogar muss. Die nachfolgenden Untersuchungen werden die geltenden Regelungen des WpÜG nicht berücksichtigen.

6.1.2.1 Die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse

Gemäß § 76 Abs. 1 AktG hat der Vorstand die Gesellschaft „unter eigener Verantwortung“ zu leiten. Dies wird allgemein dahin ausgelegt, dass dem Vorstand bei seiner Führungstätigkeit ein Leitungsermessen zusteht.⁴⁹⁵ Begrenzt wird das Ermessen des Vorstands dadurch, dass er die Gesetze, die rechtlichen Verpflichtungen und die Satzung der Gesellschaft mit dem darin festgelegten Unternehmensgegenstand, die rechtmäßigen Entscheidungen der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats bzw. im Vertragskonzern die rechtmäßigen Weisungen des herrschenden Unternehmens zu beachten hat.⁴⁹⁶ Darüberhinaus darf der Vorstand keine Misswirtschaft betreiben und muss für den Bestand des Unternehmens sorgen, indem er dieses dauerhaft rentabel hält.⁴⁹⁷ Es obliegt dem Vorstand demnach, sicherzustellen, dass zumindest ein angemessener, zur substantiellen Erhaltung von Kapital- und Ertragskraft des Unternehmens ausreichend Gewinn erwirtschaftet wird.⁴⁹⁸ Andere Stimmen gehen noch weiter und argumentieren, dass die Ge-

⁴⁹⁵ BGHZ 125, S.239 (248); *Arnold* (2007), S.40; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12; *GroKoAktG-Kort*, § 76 Rn.51; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.10ff.

⁴⁹⁶ Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.10.

⁴⁹⁷ Vgl. BGHZ 2000, S.123, 127; OLG Hamm AG 19 (1995), S.512, 514; *Arnold* (2007), S.40f.; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.13; *GroKoAktG-Kort*, § 76 Rn.52; und 22; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.17 und 22.

⁴⁹⁸ Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.22; ausführlich *Jürgenmeyer* (1984), S.103ff.

winnmaximierung in einem erwerbswirtschaftlich ausgerichteten Unternehmen nicht (allein) dem Erhalt des Unternehmens, sondern auf langfristig angelegte Weise den Aktionären zu dienen habe.⁴⁹⁹ Umstritten ist, ob und inwieweit der Vorstand im Rahmen seines Leistungsvermögens neben dem Gesellschaftszweck und der Gewinnmaximierung darüberhinausgehende Zielsetzungen berücksichtigen muss. In der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Diskussion wird diese Frage unter dem Stichwort „Unternehmensinteresse“ behandelt.

6.1.2.1.1 Zum Streit um das Unternehmensinteresse als Zielvorgabe des Vorstandshandelns

6.1.2.1.1.1 Theorien für ein umfassendes Unternehmensinteresse

Den Ausgangspunkt eines Argumentationsstranges, der für ein eigenständiges Unternehmensinteresse, dem der Vorstand verpflichtet ist, plädiert, bildet § 70 Abs. 1 des Aktiengesetzes von 1936, nach dem der Vorstand die Gesellschaft so zu leiten hatte, „wie das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern“. Mit dem Aktiengesetz von 1965 wurde diese Bestimmung gestrichen und durch den heutigen § 76 Abs. 1 AktG ersetzt. Die Tatsache, dass die in § 70 Abs. 1 AktG 1936 statuierten Interessen in der Nachfolgenorm keine Berücksichtigung mehr finden, wurde damit begründet, dass die Pflicht zur Berücksichtigung der Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und der Allgemeinheit sich von selbst verstehe und nicht ausdrücklich geregelt werden müsse.⁵⁰⁰ Ein späterer Antrag in dem Gesetzgebungsverfahren, nach dem die Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und der Allgemeinheit in § 76 Abs. 1 AktG ausdrücklich aufgenommen werden sollten, wurde mit der gleichen Begründung abgelehnt. Dabei wurde insbesondere auf § 396 AktG verwiesen, nach dem die Gesellschaft bei gemeinwohlgefährdendem, gesetzeswidrigem Verhalten aufgelöst werden könne. Ferner sei auch die Berücksichtigung des Wohles der Arbeitnehmer in einem sozialen Rechtsstaat selbstverständlich und ergebe sich im Übrigen aus einer Vielzahl von Vorschriften, die die Ausgestaltung dieses Grundsatzes näher regeln.⁵⁰¹ Auf der Grundlage dieser Äußerungen wird argumentiert, die in § 70 Abs. 1 AktG 1936 statuierte Interessensbindung gelte der Sache nach fort.⁵⁰² Dieser Argumentation auf der Grundlage der Gesetzesmaterialien kann allerdings entgegengehalten werden, dass der Gesetzgeber seinen Willen

⁴⁹⁹ Vgl. *Mülbert* (1997), S.141 m.w.N.

⁵⁰⁰ Vgl. Begründung zu § 76 RegE in *Kropff* (1965), S.97.

⁵⁰¹ Vgl. Ausschussbericht zu § 76 in *Kropff* (1965), S.97f.

⁵⁰² Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.18; *Raisch* (1976), S.352f.; *Kübler/Assmann* (2006), S.163f. und S.391f.

kaum deutlicher zum Ausdruck bringen kann, als eine Vorschrift ersatzlos zu streichen.⁵⁰³ Zudem kann der Verweis in den Gesetzgebungsmaterialien auf einfachgesetzliche Regelungen sowie das Verfassungsrecht auch dahingehen verstanden werden, dass der Vorstand jenseits der ausdrücklich geregelten Vorschriften nicht dazu verpflichtet ist, die Belange der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit zu berücksichtigen.⁵⁰⁴ Die Nichtübernahme des § 70 Abs. 1 AktG 1936 lässt letztlich weder Schlüsse zugunsten noch zulasten einer Verpflichtung des Vorstands auf ein eigenständiges Unternehmensinteresse zu.⁵⁰⁵

Zum Teil wird die Verpflichtung des Vorstands auf Gemeinwohlinteressen auch mit verfassungsrechtlichen Erwägungen begründet. Dabei wird insbesondere auf die Sozialbindung des Eigentums nach Art. 14 Abs. 2 GG und die Sozialstaatsklausel, die als Bestandteil der allgemeinen Werteordnung auch Unternehmen binde, verwiesen.⁵⁰⁶ Gegen diese Argumentation spricht, dass die verfassungsrechtlichen Erwägungen rechtsformunabhängig gelten und daher aus ihnen keine besondere Bindung des Vorstands einer Aktiengesellschaft abgeleitet werden kann.⁵⁰⁷

Andere Stimmen sprechen sich für die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse auf der Grundlage eines Verständnisses aus, nach dem das Unternehmen gegenüber der Gesellschaft den umfassenderen Verband darstelle, dessen Leitung dem Vorstand (und dem Aufsichtsrat) anvertraut sei.⁵⁰⁸ Handelt es sich danach bei der Aktiengesellschaft nicht mehr lediglich um einen vom Unternehmen zu trennenden Rechtsträger, sondern um ein Aktienunternehmen, so müssen sich konsequenterweise die Pflichten der Leitungsorgane auf das, über den Interessen der Gesellschafter stehende Unternehmensinteresse beziehen.⁵⁰⁹ Diese Argumentation kann jedoch nur dann überzeugen, wenn die zugrundeliegende Sichtweise des Unternehmens geteilt wird. Da diese Sichtweise des Unternehmens im Gesetz allerdings keinen Niederschlag findet, eignet sie sich zur Auslegung der

⁵⁰³ Vgl. *Rittner* (1970), S.142.

⁵⁰⁴ Vgl. *Arnold* (2007), S.48; *Mülbert* (1997), S.148.

⁵⁰⁵ So zu verstehen auch *Hopt* (1993), S.536.

⁵⁰⁶ Vgl. *Raiser* (1980), S.225; *Schilling* (1980), S.138.

⁵⁰⁷ Vgl. *Arnold* (2007), S.48; kritisch hierzu auch *Mülbert* (1997), S.149f.

⁵⁰⁸ Vgl. zu diesem Ansatz grundlegend zu der Theorie des „Unternehmens an sich“ *Hausmann*, (1928); *Rathenau* (1917), S.38f.; in der jüngeren Literatur *Flume* (1987), S.155f.; *Schilling* (1980), S.230f.; *Raiser/Veil* (2006), S.22.

⁵⁰⁹ Vgl. *Flume* (1987), S.155f.; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.6f.

Pflichten des Vorstands aus § 76 Abs. 1 AktG nicht.⁵¹⁰ Solange § 76 Abs. 1 AktG noch von der Leitung der Gesellschaft und nicht von der des Unternehmens spricht, kann der Weg zu der Begründung einer Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse nur über das Verständnis der Gesellschaft als Trägerin des Unternehmens führen.⁵¹¹ Auch würde mit der Konzentration auf die Interessen des Unternehmens an sich die Interessenpluralität in dem Unternehmen nicht ausreichend Berücksichtigung finden.⁵¹²

6.1.2.1.1.2 Theorien gegen ein umfassendes Unternehmensinteresse

Als Argument gegen die Berücksichtigung anderer Fremdinteressen als Teil des Unternehmensinteresses wird zunächst auf die im AktG in mehreren Regelungszusammenhängen eröffnete funktionale Austauschbarkeit von Organkompetenzen im Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung verwiesen, die in § 68 Abs. 2 S. 2 AktG (Genehmigung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien), § 119 Abs. 2 AktG (Vorstandsvorlagen an die Hauptversammlung), §§ 172 S. 1, 173 AktG (Feststellung des Jahresabschlusses), § 58 Abs. 1 AktG (Entscheidung über die Verwendung des Jahresabschlusses) sowie in §§ 202 Abs. 1, 203 Abs. 2 S. 1 AktG (genehmigtes Kapital) zum Ausdruck kommt.⁵¹³ Da die Hauptversammlung als Willensorgan unbestritten an den Gesellschaftszweck gebunden ist,⁵¹⁴ soll aus der funktionalen Austauschbarkeit von Organkompetenzen folgen, dass der anstelle der Hauptversammlung entscheidende Vorstand der gleichen Verpflichtung auf den Gesellschaftszweck unterliegen soll.⁵¹⁵ Dieses Argument lässt jedoch außer acht, dass die Austauschbarkeit von Organkompetenzen, mit Ausnahme der Grundsätze aus der Holzmüller-⁵¹⁶ und der Gelatine-Entscheidung,⁵¹⁷ auf die im Gesetz oder der Satzung bestimmten Fälle beschränkt ist.⁵¹⁸ Diese Fälle zeichnen sich durch die Besonderheit aus, dass der Austausch der Organkompetenz entweder durch einen Beschluss Teil der Satzung geworden sein muss (§ 68 Abs. 2 S. 2 AktG, § 58 Abs. 1 AktG, §§ 202 Abs. 1, 203 Abs. 2 S. 1 AktG) oder auf einer

⁵¹⁰ So zu verstehen Mülbart (1997), S.155.

⁵¹¹ Vgl. Rittner (1971), S.151; hierzu auch Gliederungspunkt 6.1.1.1.

⁵¹² Vgl. Kirchner (2000b), S.1824; Ulbricht (2006), S.19.

⁵¹³ Vgl. Mülbart (1997), S.147.

⁵¹⁴ Vgl. für viele Hommelhoff (1982), S.54.

⁵¹⁵ Vgl. Mülbart (1997), S.147f.

⁵¹⁶ BGHZ 83, 122.

⁵¹⁷ BHG NJW 2004, 1860, 1864; BGH ZIP 2004, 1001.

⁵¹⁸ Vgl. Hüffer06, § 119 Rn.1.

Ermessensentscheidung der Leitungsorgane beruht (§ 119 Abs. 2 AktG, §§ 172 S. 1, 173 AktG). Für den Fall, dass die Satzung den Austausch der Organkompetenz vorsieht, kann daraus deshalb noch nicht auf eine alleinige Verpflichtung des Vorstands auf den Gesellschaftszweck geschlossen werden, da die Möglichkeit der Hauptversammlung in der Satzung Kompetenzen an sich zu binden und diese dann allein unter Berücksichtigung des Verbandszweck ausüben zu können auch als Ausnahme von der Regel interpretiert werden kann. Auch im Hinblick auf die Regelungen des § 119 Abs. 2 AktG und der §§ 172 S. 1, 173 AktG ist der Schluss auf eine Verpflichtung des Vorstands auf den Gesellschaftszweck nicht schlüssig. Immerhin muss der Vorlage, mit Ausnahme der Grundsätze aus der Holz Müller- und der Gelatine-Entscheidung eine Ausübung des Leitungsermessens der Leitungsorgane voraus gegangen sein. Dabei kann der Vorstand im Rahmen des Leitungsermessens unter Berücksichtigung des Unternehmensinteresses auch zu dem Schluss gekommen sein, dass eine Vorlage an die Hauptversammlung zu erfolgen habe.

Ein anderer Ansatz, der gegen die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse argumentiert, hält es deshalb für bedenklich, aus dem Begriff des Unternehmens und der damit verbundenen Figur des Unternehmensinteresses auf die Verpflichtung oder die Berechtigung des Vorstands zur Berücksichtigung der Belange anderer Interessensgruppen zu schließen, weil die Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse zu unbestimmt sei und zu Zielkonflikten führe.⁵¹⁹ Dem wird entgegengehalten, dass in der Befriedigung der Interessen anderer Bezugsgruppen eine Nebenbedingung bei der Anstrengung um die Gewinnmaximierung zugunsten der Anteilseigner sei, die daher nicht vernachlässigt werden könne.⁵²⁰ Ähnlich messen andere Stimmern der Unbestimmtheit des Begriffs des Unternehmensinteresses – zumindest im üblichen Geschäftsverlauf – keine zentralen Bedeutung bei, da eine Fokussierung auf die Interessen der Anteilseigner an einem langfristig profitabel operierenden Unternehmen regelmäßig auch im Interesse der übrigen Bezugsgruppen liegt, da nur ein wettbewerbsfähiges Unternehmen die Ansprüche der anderen Interessensgruppen auf lange Sicht bedienen kann.⁵²¹ Letztlich sollte auch nicht von der Unbestimmtheit eines Rechtsbegriffs oder Grundsatzes auf dessen Illegitimität geschlossen werden, falls nicht andere Gründe dafür sprechen, dass dieser nicht auf dem Willen des Gesetzgebers beruht.

⁵¹⁹ Vgl. *Arnold* (2007), S.45 und 49.

⁵²⁰ Vgl. *Ballwieser* (1994), S.1390; *Bischoff* (1994), S.180f.; kritisch hierzu *Werder* (1998), S.74f.

⁵²¹ Vgl. *Rappaport* (1999), S.10ff.; *Bühner* (1990), S.10f.; kritisch hierzu *Werder* (1998), S.75 und 86.

6.1.2.1.1.3 Stellungnahme

Entgegen der Stimmen, die vertreten, die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse fände im Gesetz keine Stütze, weshalb der Vorstand allein den Interessen der Anteilseigner verpflichtet sei,⁵²² sprechen letztlich die überzeugenden Argumente für die Begründung des Unternehmensinteresses auf der Grundlage des Verständnisses, dass die Ermessensausübung des Vorstands ihre Schranken in der Pflicht findet, für den Bestand des Unternehmens und damit für dessen dauerhafte Rentabilität zu sorgen.⁵²³ Diese Pflicht entspricht zwar primär dem Interesse der Anteilseigner als Kapitalgeber, jedoch lässt sich im Umkehrschluss nicht folgern, dass andere Interessen von einer so verstandenen Pflichtenstellung des Vorstands nicht umfasst sind. Denn auch andere Interessensgruppen sind an dem Erhalt des Unternehmens und dessen dauerhafter Rentabilität interessiert.⁵²⁴ Dies entspricht auch dem in der vorliegenden Arbeit zugrundegelegten Ansatz der Neuen Institutionenökonomik. Geht man von dem Verständnis des Unternehmens als Vertragsnetz aus,⁵²⁵ so wird damit bereits angedeutet, dass vertragliche Beziehungen des Unternehmens nicht allein zu den Aktionären, sondern auch zu weiteren Beteiligten bestehen, womit deren Interessen für die Leitungstätigkeit des Vorstandes eine Rolle spielen sollten.⁵²⁶ Aus ökonomischer Sicht steht die Bezugnahme auf das Unternehmensinteresse für die Aussage, dass das Management die Interessen mehrere Interessengruppen simultan zu wahren hat.⁵²⁷

Darüberhinaus kann im Hinblick auf die Berücksichtigung des umfassenden Unternehmensinteresses auf den Ausbau der unternehmerischen Mitbestimmung durch das MitbestG 1976 verwiesen werden. Mit einer Unternehmensverfassung, die als Organ der Aktiengesellschaft einen paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat kennt, ist eine Lehre, die hinsichtlich der Pflichtenstellung des Vorstands allein auf die Interessen der Anteilseigner abstellt, nur schwer zu vereinbaren.⁵²⁸

⁵²² Vgl. *Arnold* (2007), S.48;

⁵²³ Vgl. BGHZ 2000, S.123, 127; OLG Hamm AG 19 (1995), S.512, 514; *Arnold* (2007), S.40ff.; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12aff.; *GroKoAktG-Kort*, § 76 Rn.52; und 22; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.17 und 22.

⁵²⁴ Vgl. *Hüffer* (2008), § 76 Rn.13 und 15a.

⁵²⁵ Vgl. Gliederungspunkt 2.4.3.

⁵²⁶ Vgl. dahingehend *Arnold* (2007), S.30.

⁵²⁷ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1824.

⁵²⁸ Vgl. *Hopt* (1993), S.536; so auch *Schilling* (1980), S.142; kritisch *Mülbert* (1997), S.151ff.

Ein weiteres Argument gegen die alleinige Bindung des Vorstands an die Anteilseignerinteressen bietet der 2002 verabschiedete Corporate Governance Kodex.⁵²⁹ Nach Abschnitt 4.1.1 des Kodex ist der Vorstand bei der Leitung der Gesellschaft an das Unternehmensinteresse gebunden und zur Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet. Über § 161 AktG hat der Begriff des Unternehmensinteresses mittelbar Einzug in das Aktienrecht gehalten. Diese Formulierung schafft im Hinblick auf die Leitungspflichten des Vorstands einen sinnvollen Mittelweg zwischen den Interessen der Anteilseigner und anderen Fremdinteressen.⁵³⁰

Auch folgt aus dem herrschenden Verständnis der Gesellschaft als Trägerin des Unternehmens,⁵³¹ dass sich das Ermessen der Leitungsorgane an der sachgerechten Wahrnehmung der in der Gesellschaft und ihrem Unternehmen zusammentreffenden Interessen zu orientieren hat.⁵³² Eine alleinige Verpflichtung des Vorstands auf die Interessen der Anteilseigner würde letztlich der wirtschaftlichen und sozialen Realität, etwa im Hinblick auf die Förderung vielfältiger sozialer und politischer Zwecke mit teilweise erheblichem materiellem Aufwand insbesondere durch Großunternehmen, widersprechen. Denn ein solches Engagement könnte einen Pflichtverstoß des Vorstands darstellen, wenn dieser allein im Interesse der Anteilseigner handeln dürfte.⁵³³

Der Vorstand ist folglich dem Unternehmensinteresse verpflichtet und es ist seine Aufgabe, bei der Entscheidungsfindung divergierende Interessen gegeneinander abzuwägen.⁵³⁴ Der Preis für dieses weite, verschiedene Fremdinteressen umfassende Ermessen, ist die damit korrespondierende Einschränkung der Kontrolle des Vorstands durch die Anteilseigner und die Gefahr, dass der Vorstand seinen eigenen Nutzen zulasten des Unternehmens maximiert.⁵³⁵

6.1.2.1.2 Inhalt des Unternehmensinteresses

⁵²⁹ Vgl. *Servatius* (2004), S.46; *Ulbricht* (2006), S.18.

⁵³⁰ Vgl. *Ringleb/Kremer/Lutter//Werder-Werder* (2008). Rn.353; kritisch hierzu *Nussbaum* (2003), S.55ff.

⁵³¹ Vgl. auch Gliederungspunkt 6.1.1.2.

⁵³² Vgl. *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12.

⁵³³ Vgl. *Hopt* (1993), S.540.

⁵³⁴ Vgl. *Hopt* (1993), S.536; *Hopt* (2002b), S.360; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12; *Kirchner* (2000b), S.1824f.; *Kort* (2000), S.1426; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁵³⁵ Vgl. *Hopt* (2002b), S.360.

Muss davon ausgegangen werden, dass der Vorstand einer Aktiengesellschaft dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist, so fragt sich, welche Fremdinteressen im Rahmen des Leitungsermessens zu berücksichtigen sind und wie diese Interessen im Verhältnis zueinander zu gewichten sind.

Die Frage danach, welche Interessen von dem Begriff des Unternehmensinteresses umfasst sein sollen, steht in einem engen Zusammenhang mit der bereits diskutierten Frage, welche Akteure als unternehmensrechtliche Bezugsgruppen zu verstehen sind.⁵³⁶ Auch im Hinblick auf die Frage nach dem Umfang des Unternehmensinteresses soll für die vorliegende Arbeit das Konzept des Sozialverbandes zugrundegelegt werden. Folgt man dem Modell der Ressourcenzusammenlegung, das auf der Grundlage des Verständnisses des Unternehmens als Sozialverband all diejenigen, die durch das Einbringen ihrer Ressourcen mit der Organisation des Unternehmens verbunden sind, als unternehmensrechtliche Bezugsgruppen versteht,⁵³⁷ umfasst das Unternehmensinteresse zunächst Anteilseigner als Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber und sonstige Gläubiger sowie Arbeitnehmer.⁵³⁸ Anders als im Rahmen der Bestimmung der unternehmensrechtlichen Bezugsgruppen nach der Sozialverbandstheorie kann indes das Management und dessen Eigeninteresse von dem Unternehmensinteresse i.S.d. § 76 Abs. 1 AktG nicht umfasst sein, da dieser Begriff ja gerade nur auf die Fremdinteressen, denen das Management verpflichtet sein soll, gerichtet ist.⁵³⁹ Viele Stimmen fordern über die genannten Interessen hinaus, dass der Vorstand im Rahmen seines Leitungsermessens auch die Interessen der Allgemeinheit zu wahren habe.⁵⁴⁰ Diese Forderung steht auch nicht notwendig im Widerspruch zu dem Modell der Ressourcenallokation; immerhin trägt die Allgemeinheit über staatliche Leistungen wie Ausbildung und Infrastruktur mit Ressourcen zum Erreichen des Unternehmensziels bei. Im Falle spezifizierter Austauschverhältnisse kommen auch Lieferanten und Abnehmer als zu berücksichtigende Interessensgruppe infrage.⁵⁴¹ Die von dem Unternehmensinteresse umfassten Gruppen sollen nachfolgend unter dem Begriff der Stakeholder zusammengefasst werden.

⁵³⁶ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.1.1.2.

⁵³⁷ Vgl. *Vanberg* (1982), S.286.

⁵³⁸ Vgl. *Vanberg* (1982), S.289.

⁵³⁹ Vgl. *Hopt* (1993), S.540f.; *Kirchner* (2000b), S.1822; *KöKoAktG-Mertens*, § 93 Rn.61.

⁵⁴⁰ Vgl. *Hopt* (1993), S.536; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.16.

⁵⁴¹ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.1.1.2.; *Simon* (1955), S.12; *Vanberg* (1982), S.282f.; grundlegend zu der Frage, welche Interessen von dem Unternehmensinteresse erfasst werden sollen, *Jürgenmeyer* (1984), S.136.

Zu der Frage, wie die einzelnen zu berücksichtigenden Interessen im Verhältnis zueinander zu gewichten sind, haben sich im Wesentlichen zwei unterschiedliche Ansätze entwickelt. Ein Ansatz sieht das Unternehmensinteresse als Produkt der Abwägung zwischen den Verbandsinteressen der Anteilseigner und den Belegschaftsinteressen an, wobei in dem Fall, dass diese beiden Interessen in einen Konflikt geraten, die Interessen der Allgemeinheit in die Abwägung miteinbezogen werden sollen.⁵⁴² Problematisch an diesem Ansatz ist allerdings, dass er der in dem Unternehmensinteresse zum Ausdruck kommenden Interessenpluralität nicht gerecht wird.⁵⁴³ Deshalb hat sich anstelle eines solchen Konfliktmodells mittlerweile das sog. Integrationsmodell durchgesetzt, nach dem bei der Ermessensausübung die Einzelinteressen in Anlehnung an das aus dem Verfassungsrecht bekannte Gebot der praktischen Konkordanz gegeneinander abzuwiegen sind.⁵⁴⁴ Dabei muss dem konkreten Sachverhalt entsprechend festgestellt werden, wie schutzwürdig die einzelnen Interessensgruppen sind. Wird nach dem Integrationsmodell auf die Schutzwürdigkeit der Interessensgruppen abgestellt, so werden die Interessen der Anteilseigner im Zweifel Vorrang gegenüber den anderen Stakeholderinteressen genießen.⁵⁴⁵ Denn die Anteilseigner tragen mit ihrem Residualanspruch das finanzielle Unternehmensrisiko und sind ausschließlich durch die Regelungen des Gesellschaftsrechts abgesichert.⁵⁴⁶ Zudem sprechen an die *property rights* Theorie angelehnte Argumente für eine erhöhte Schutzwürdigkeit der Anteilseigner, da ihr Vertrag mit dem Unternehmen am wenigsten vollständig ist und sie deshalb nach Vertragsschluss besonders anfällig für *lock up* Situationen und nachträglichen Enteignungen sind.⁵⁴⁷ Die Ansprüche der Arbeitnehmer und Gläubiger gegen das Unternehmen werden indes vorrangig befriedigt und vornehmlich und umfangreich durch andere Regelungsmaterien geschützt.⁵⁴⁸ Demnach hat der Vorstand grundsätzlich unter der Bedingung der bestmöglichen Wah-

⁵⁴² Vgl. Hüffer (2008), Rn.12b; *KöKoAktG-Zöllner*, Einl. Rn.136.

⁵⁴³ So zu verstehen auch Hopt (1993), S.536.

⁵⁴⁴ Vgl. Hopt (1993), S.536; Hopt (2002b), S.360; Hüffer (2008), § 76 Rn.12b; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.19; so zu verstehen auch Wiedemann (1980), S.299.

⁵⁴⁵ Vgl. Kirchner (1999), S.488; Kirchner (2000b), S.1822 und S.1824; Wiese/Demisch (2001), S.850.

⁵⁴⁶ Vgl. Kirchner (2000b), S.1824.

⁵⁴⁷ Vgl. Hart (1989), S.1766; Ruffner (2000), S.136 m.w.N.; zur Argumentation mit der *property rights* Theorie für eine dispositive Ausgestaltung der Arbeitnehmermitbestimmung Picot/Dietl (1993), S.311.

⁵⁴⁸ Vgl. Kirchner (2000b), S.1822; Michalski (1997), S.155; Wackerbarth (2001), S.1742.

rung der Interessen der übrigen Stakeholder das Unternehmen im Interesse seiner Anteilseigner zu leiten.⁵⁴⁹

6.1.2.2 Begründungsansätze zu einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands

Ungeachtet der Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse wird zum Teil gefordert, der Vorstand müsse während des Übernahmeverfahrens einer generellen oder zumindest grundsätzlichen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht unterliegen. Die entwickelten Ansätze unterscheiden sich nicht nur in der dogmatischen Herleitung, sondern auch in der inhaltlichen Reichweite und Ausgestaltung.⁵⁵⁰ Die unterschiedlichen Ansätze zur Begründung einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht sollen nachfolgend kurz dargelegt und aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Warte beleuchtet werden.⁵⁵¹

6.1.2.2.1 Ausschließliche Hauptversammlungskompetenz nach den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen

Zum Teil wird eine allgemeine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands mit dem Argument gefordert, die Entscheidungskompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen liege, abgesehen von Maßnahmen wie der Kapitalerhöhung, die ohnehin in der Kompetenz der Hauptversammlung stehen, infolge der Holzmüller/Gelatine-Grundsätze⁵⁵² allein bei der Hauptversammlung, weshalb den Leitungsorganen ein Tätigwerden im Hinblick auf Verteidigungsmaßnahmen untersagt sei.⁵⁵³ Voraussetzung für das Eingreifen der Holzmüller/Gelatine-Grundsätze ist, dass eine Entscheidung formal zwar von der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands gedeckt ist, die Maßnahme aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe die Handlungsentscheidung in ausschließlich eigener Verantwortung treffen,

⁵⁴⁹ Mit Bezugnahme auf die Verhaltenspflichten des Managements bei öffentlichen Übernahmeangeboten Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1825; *Kort* (2000), S.1435.

⁵⁵⁰ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.70.

⁵⁵¹ Vgl. ausführlich zu der Diskussion auch *Nippgen* (2005), S.36ff.; *Nussbaum*, S.70ff.; *Ulbricht* (2006), S.33ff.

⁵⁵² Vgl. BGHZ 83, S.122, 131; bestätigt und konkretisiert durch BGH ZIP 2004, S.993, 996ff. Übersichtlich zu den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen *Hüffer* (2008), § 119, Rn.16ff.

⁵⁵³ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.249; *Mülbert* (1999), S.88f.

ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.⁵⁵⁴ Das ist dann der Fall, wenn die Entscheidung Veränderungen nach sich zieht, die denjenigen zumindest nahe kommen, welche allein durch eine Satzungsänderung herbeigeführt werden können.⁵⁵⁵ Es ist durchaus vorstellbar, dass Verteidigungsmaßnahmen unter diesen Voraussetzungen der Beteiligung der Hauptversammlung bedürfen. Zweifelhaft ist jedoch ob Verteidigungsmaßnahmen, die ganz unterschiedlich ausgestaltet sein können und in ihrer Wirkung und Zielrichtung variieren, generell diesen Tatbestand erfüllen, weshalb sich aus den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen keine allgemeine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ableiten lässt.⁵⁵⁶ Dies gilt umso mehr, als die Holzmüller/Gelatine-Grundsätze nur in besonderen Ausnahmefällen zum Tragen kommen sollen.⁵⁵⁷

6.1.2.2.2 Fremdinteressenwahrung

Andere Stimmen begründen eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands unter Verweis auf dessen Verpflichtung zur Fremdinteressenwahrung.⁵⁵⁸ Ausgehend von der Ansicht, der Vorstand habe die Interessen der Gesellschaft als Eigentum der Anteilseigner zu wahren, soll es ihm verboten sein, auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises Einfluss zu nehmen.⁵⁵⁹ Die Gefahr einer solchen Einflussnahme sei konkret dann gegeben, wenn tatsächlich ein von dem der Anteilseigner abweichendes Eigeninteresse des Vorstands bzw. seiner Mitglieder an der Zusammensetzung des Aktionärskreises besteht.⁵⁶⁰ Zwar wird ein solches Eigeninteresse gesellschaftsrechtlich nicht anerkannt, da die Mitglieder des Vorstands gesetzlich allein zur Wahrung von Fremdinteressen verpflichtet sind, doch besteht angesichts des erheblichen übernahmespezifischen Eigeninteresses der Vorstandsmitglieder⁵⁶¹ in der Praxis durchaus die Gefahr opportunistischen Verhaltens⁵⁶². Kommt es in Anbetracht des Eigeninteresses zu einem Versagen der

⁵⁵⁴ Vgl. BGHZ 83, S.122, 131; im Zusammenhang mit Verteidigungsmaßnahmen *Nippgen* (2005), S.65ff.; *Nussbaum* (2003), S.88.

⁵⁵⁵ Vgl. BGH ZIP 2004, S.993;

⁵⁵⁶ Vgl. LG Düsseldorf, AG 2000, S.233; *Birke* (2006), S.104; *Nussbaum* (2003), S.88f.; *Körner* (2001), S.369; kritisch auch *Krause* (2000), S.221.

⁵⁵⁷ Vgl. BGH ZIP 2004, S.993ff. und S.1001ff.

⁵⁵⁸ Vgl. *Adams* (1990b), S.245; *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.112; *Birke* (2006), S.86; *Ebenroth/Daum* (1991), S.1158; *Hopt* (1993), S.546; *Hopt* (2000), S.1376.

⁵⁵⁹ Vgl. *Adams* (1990b), S.245; *Birke* (2006), S.86; *Ebenroth/Daum* (1991), S.1158; *Hopt* (1993), S.546.

⁵⁶⁰ Vgl. *Hopt* (1993), S.546; *Nussbaum* (2003), S.77.

⁵⁶¹ Vgl. Gliederungspunkt 4.2.

⁵⁶² Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822; in diesem Sinne auch *Hopt* (1993), S.547.

gesellschaftsrechtlichen Kontrollmechanismen,⁵⁶³ liegt der Schluss nahe, den Mitgliedern des Vorstands eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht aufzuerlegen.⁵⁶⁴ Allerdings greift eine solche Folgerung bei genauer Betrachtung zu kurz. So wurde zum einen bereits dargestellt, dass eine Verpflichtung des Vorstands allein auf die Interessen der Anteilseigner nicht dem hier vertretenen Verständnis zu dessen Pflichtenstellung entspricht.⁵⁶⁵ Zum anderen können Maßnahmen des Vorstands in Bezug auf das Übernahmeangebot auch durchaus im Interesse der Anteilseigner liegen.⁵⁶⁶ Damit ist zweifelhaft, ob eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht der richtige Mechanismus ist, um dieser Gefahr opportunistischen Verhaltens der Vorstandsmitglieder zu begegnen.⁵⁶⁷

6.1.2.2.3 Der Grundsatz der freien Desinvestitionsentscheidung

Eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands wird darüberhinaus mit dem Argument begründet, diejenigen Investitions-, Desinvestitions- und Strukturentscheidungen, die das Gesetz in die Kompetenz der Anteilseigner als Eigentümer des Unternehmens stellt, seien der Verfolgung des Unternehmensinteresses übergeordnet.⁵⁶⁸ Deshalb habe der Vorstand weder das Recht noch die Pflicht, auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre Einfluss zu nehmen, wovon insbesondere der Versuch einer Übernahme oder andere Formen eines Kampfes um die Anteilsmehrheit betroffen seien.⁵⁶⁹ Diese Annahme ist allerdings nur dann haltbar, wenn sich der Grundsatz der freien Desinvestitionsentscheidung der Aktionäre tatsächlich aus dem Gesetz ableiten lässt und die Unternehmensleitung stärker bindet, als deren Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse.⁵⁷⁰

Aktionären stehen zwei Möglichkeiten zur Desinvestition offen: Die Aktien können entweder auf dem Markt veräußert werden oder die Gesellschaft nach § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG aufgelöst werden. In Literatur und Rechtsprechung wird der Grundsatz der Desinvestitionsfreiheit vor allem im Zusammenhang mit § 262

⁵⁶³ Vgl. Gliederungspunkt 5.1.

⁵⁶⁴ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1824.

⁵⁶⁵ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1825; *Merk* (2001), S.248f.; sowie Gliederungspunkt 6.1.2.1.1.3.

⁵⁶⁶ Vgl. Gliederungspunkt 4.1.3 und zu den möglichen positiven Effekten von Verteidigungsmaßnahmen Gliederungspunkt 7.1.2.1.

⁵⁶⁷ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.79f.

⁵⁶⁸ Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.24.

⁵⁶⁹ Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.26 m.w.N.

⁵⁷⁰ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.80.

Abs. 1 Nr. 2 AktG betont.⁵⁷¹ So wird in der Literatur zum Teil von der „unveräußerlichen Freiheit zur Desinvestition“ gesprochen.⁵⁷² Der BHG hat die Desinvestitionsfreiheit der Aktionäre aus § 262 Abs. 1 Nr. 1 AktG unterstrichen, indem er entschied, dass der Auflösungsbeschluss der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft keiner sachlichen Inhaltskontrolle unterliege, da diese zu einer allgemein erhöhten Bindung des investierten Kapitals führe, die über die gesetzlichen Voraussetzungen der Auflösung hinausginge und dem Gesetz nicht zu entnehmen sei.⁵⁷³ Daneben deutet der Umkehrschluss aus § 68 Abs. 2 AktG, nach dem die Satzung bestimmen kann, dass Namensaktien nur mit der vorherigen Zustimmung der Vorstands veräußert werden dürfen, darauf hin, dass die Aktionäre in ihrer Desinvestitionsentscheidung ansonsten frei sein müssen.

Damit stellt sich die Frage, ob anhand dieses zumindest teilweise im Gesetz anerkannte Grundsatzes der Desinvestitionsfreiheit ein der Verfolgung des Unternehmensinteresses übergeordnetes Rechtsprinzip abgeleitet werden kann. Dies muss schon deshalb bezweifelt werden, da sich der Wortlaut des § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG und des § 68 Abs. 2 AktG nicht zu den Verhaltenspflichten der Verwaltung äußert.⁵⁷⁴ Darüberhinaus wurde bereits angesprochen, dass Aktionäre, an die ein Übernahmeangebot adressiert ist, wegen Kollektiventscheidungsproblemen einem erheblichen Erpressungspotential und einer Ausbeutungsgefahr vonseiten des Bieters ausgesetzt sein können,⁵⁷⁵ wodurch wiederum deren Desinvestitionsfreiheit negativ beeinflusst wird. Es fragt sich somit, ob nicht gerade Maßnahmen des Vorstands der Desinvestitionsfreiheit der Aktionäre förderlich sein können.⁵⁷⁶ Schließlich vermag auch der Verweis auf die Eigentumsfreiheit der Aktionäre nach Art. 14 GG nichts daran zu ändern, dass der Grundsatz der Desinvestitionsfreiheit die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse nicht überlagert, da die unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Pflichtenstellung des Vorstands gerade als gesetzliche Ausgestaltung des Eigentums zu verstehen ist.⁵⁷⁷ Sie wäre eine mit Art. 14 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 GG zu vereinbarende einfachgesetzliche Inhalts- und Schrankenbestimmung, die einen verhältnismäßigen Ausgleich zwischen den Interessen der Aktionäre als Eigentümer und den im Rahmen der

⁵⁷¹ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.81f.

⁵⁷² Vgl. *MüKoAktG-Hüffer*, § 243 Rn.64.

⁵⁷³ Vgl. BGHZ 103, S.184, 189f.; hierzu auch *Nussbaum* (2003), S.82.

⁵⁷⁴ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.83.

⁵⁷⁵ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.3.3.

⁵⁷⁶ So zu verstehen auch *Mühle* (2002), S.280; *Nippgen* (2005), S.48.

⁵⁷⁷ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.81.

Sozialbindung des Eigentums zu berücksichtigenden Interessen anderer von dem Unternehmensinteresse erfasster Akteure vorzuziehen.⁵⁷⁸

Die Ansicht, der Vorstand dürfe keinen Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen, ist folglich dahingehend zu relativieren, dass eine Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises durch den Vorstand dann aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive gerechtfertigt ist, wenn sich diese als Konsequenz einer solchen Leitungsentscheidung darstellt, die der Vorstand im Unternehmensinteresse getroffen hat.⁵⁷⁹

6.1.2.2.4 Aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot

Eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands wird von manchen Stimmen mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53 a AktG begründet.⁵⁸⁰ Danach hat der Vorstand Maßnahmen zu unterlassen, die, ohne durch sachliche unternehmerische Gesichtspunkte geboten zu sein, Auseinandersetzungen zwischen Aktionären in parteiischer Weise beeinflussen.⁵⁸¹ Dieser Grundsatz kann sich zunächst nur auf den Fall beziehen, dass der Bieter vor Abgabe des Übernahmeangebots schon Anteile des Zielunternehmens hält, die Auseinandersetzung um Anteile und Herrschaft in der Aktiengesellschaft also unter den derzeitigen Aktionären ausgetragen wird.⁵⁸² Teilweise wird allerdings argumentiert, das Gleichbehandlungsgebot müsse sinngemäß auch auf nicht an dem Zielunternehmen beteiligte Bieter Anwendung finden, da es keinen Unterschied machen könne, ob der Bieter bereits Anteile des Zielunternehmens hält oder nicht. Denn für den Fall, dass dieser nicht an dem Zielunternehmen beteiligt ist, müsste er nur einen einzigen Anteil des Zielunternehmens vor Abgabe des Übernahmeangebots erwerben, um unter den Schutz des Gleichbehandlungsgebots zu fallen.⁵⁸³

Zu beachten ist hinsichtlich der Ableitung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot, dass danach nur Gleiches gleich zu behandeln ist. Nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz darf der Vorstand

⁵⁷⁸ Vgl. *MüKoAktG-Hüffer*, § 243 Rn.64; *Nussbaum* (2003), S.81.

⁵⁷⁹ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1825 und 1829.

⁵⁸⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.87; *Merkt* (2001), S.234; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.18; *Michalski* (1997), S.159.

⁵⁸¹ Vgl. *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.18.

⁵⁸² Vgl. *Birke* (2006), S.87; *Hopt* (1993), S.545f.; *Hopt* (2000), S.1376; *Meier-Reimer* (2001), S.260; *Merkt* 01, S.247; *Nussbaum* (2003), S.75.

⁵⁸³ Vgl. *Merkt* (2001), S.234; kritisch *Hopt* (1993), S.546.

nur nicht einen Teil von Aktionären gegenüber einem anderen Teil benachteiligen, ohne dass die entsprechende Maßnahme durch die vom Vorstand maßgeblich zu berücksichtigten Interessen sachlich gerechtfertigt wäre.⁵⁸⁴ In Anbetracht der Tatsache, dass sich die Interessen von Bieter und Angebotsempfängern stark unterscheiden können, bedarf es bei der Begründung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit dem Gleichbehandlungsgebot im Hinblick auf die Frage, wann eine Ungleichbehandlung geboten ist, besonderer Konkretisierungsbemühungen.⁵⁸⁵ Das Gleichbehandlungsgebot lässt letztlich nur den Schluss zu, dass bestimmte Verhaltensweisen gegenüber einem Übernahmeangebot angesichts der unterschiedlichen Zielsetzungen des Bieters einerseits und der Angebotsempfänger andererseits sachlich gerechtfertigt sein müssen.⁵⁸⁶ Eine strikte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht lässt sich aus dem Gleichbehandlungsgebot indes nicht ableiten.

6.1.2.2.5 Kapitalmarktrechtliche Begründungsansätze

Vor Inkrafttreten des WpÜG wurde eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands auch unter Verweis auf ein kapitalmarktrechtlich begründetes Gleichbehandlungsgebot gefordert.⁵⁸⁷ Ein solches kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot ergebe sich bereits aus dem Verfassungsrecht (Art. 3 GG), sei dem kartellrechtlichen Diskriminierungsverbot hinreichend bekannt und gehöre mittlerweile schlechthin zum internationalen Standard.⁵⁸⁸ Weil eine Argumentation auf der Grundlage des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebotes in den Fällen Schwierigkeiten bereitet, in denen der Bieter nicht an dem Zielunternehmen beteiligt ist, solle die Gleichbehandlungspflicht als kapitalmarktrechtliches Verhaltensgebot verstanden werden, da auch die Anleger auf dem Kapitalmarkt darauf vertrauen, gleich behandelt zu werden. Der Kapitalmarkt könne wiederum nur effizient arbeiten, wenn das langfristige Vertrauen der Anleger nicht enttäuscht wird, da ansonsten die Gefahr bestehe, dass sich die Anleger von dem Kapitalmarkt zurückziehen.⁵⁸⁹ Jedoch wird einem aus kapitalmarktrechtlichen Grundsätzen hergeleiteten Gleichbehandlungsgebot zum Teil entgegengehalten, dass eine

⁵⁸⁴ Vgl. BGHZ 33, 175 (181); BGHZ 70, 117 (121); Hüffer (2008), § 53a Rn.3; *KöKoAktG-Lutter/Zöllner*, § 53a Rn.13; Nussbaum (2003), S.75f.

⁵⁸⁵ Vgl. Hopt (1993), S.546; Nussbaum (2003), S.76.

⁵⁸⁶ Vgl. Nussbaum (2003), S.76.

⁵⁸⁷ Vgl. Birke (2006), S.87; Hopt (1993), S.546; Hopt (1997), S.376f.

⁵⁸⁸ Vgl. Hopt (1997), S.376 und S.411; Reul (1991b), S.1ff.

⁵⁸⁹ Vgl. Dimke/Heiser (2001), S.252; Dimke (2007), S.476; *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356; Möllers (1999), S.434; Schwark (1985), S.10 (1992).

ungleiche Behandlung verschiedener Aktionäre effizienzsteigernde Übernahmen fördere und deshalb die Allokationswirkung des Kapitalmarkts verstärke.⁵⁹⁰

Ebenfalls aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive wird für eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht argumentiert, bei Übernahmeangeboten handle es sich um Geschäfte, die nicht auf der Unternehmensebene sondern auf der Ebene der Aktionäre stattfänden.⁵⁹¹ Deshalb fiel das Übernahmeangebot nicht in den Geschäftsbereich des Vorstands und er dürfe folglich, zumindest gegen den Willen der Aktionäre, auf das Übernahmeverfahren nicht oder nur beschränkt Einfluss nehmen. Dieser Ansatz stellt folglich nicht auf den Aktionär als Inhaber mitglied-schaftlicher Rechte, sondern auf dessen Rolle als Kapitalmarktteilnehmer ab.⁵⁹² Diesem darf die Möglichkeit nicht genommen werden, über die Annahme des an ihn gerichteten Angebots entscheiden zu können.

Beide Ansätze begegnen jedoch den gleichen Bedenken hinsichtlich der Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse sowie der möglichen Vorteilhaftigkeit von Maßnahmen des Vorstands für die Anteilseigner, die bereits im Rahmen der zuvor dargestellten Begründungsansätze diskutiert wurden.⁵⁹³ An diesen Einwänden ändert auch die Tatsache nichts, dass den kapitalmarktrechtlichen Argumentationsansätzen folgend, die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ihre Begründung eben nicht im Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, sondern im Kapitalmarktrecht findet und sie damit gegen unternehmens- und gesellschaftsrechtlich Einwände resistent seien. Denn eine kapitalmarktrechtliche Begründung bedeutet noch nicht, dass die unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Prinzipien von den kapitalmarktrechtlichen verdrängt werden.

6.1.2.3 Stellungnahme

Wie aus den vorangegangenen Darstellungen ersichtlich wird, bereitet es bereits Probleme, die Pflichtenstellung des Vorstands in einer Aktiengesellschaft unabhängig von einem möglichen Übernahmeszenario zu definieren. Ebenfalls problematisch ist die dogmatische Begründung einer möglichen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen.

⁵⁹⁰ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1981), S.1161; *Easterbrook/Fischel* (1982b), S.698ff.; hierzu auch *Dimke* (2007), S.477f.

⁵⁹¹ Vgl. *Ebenroth/Daum* (1991), S.1158; *Meier-Reimer* (2001), S.260; *Michalski* (1997), S.159; *Wackerbarth* (2001), S.1744.

⁵⁹² Vgl. *Ulbricht* (2006), S.35.

⁵⁹³ Kritisch zu dem kapitalmarktrechtlichen Begründungsansatz auch *Ulbricht* (2006), S.35.

Gelangt man zu dem Schluss, dass der Vorstand nicht ausschließlich den Interessen der Anteilseigner verpflichtet ist, sondern daneben zumindest auch die gegebenenfalls nachrangigen Interessen der übrigen Stakeholder zu berücksichtigen hat, so gerät die Pflichtenstellung des Vorstands in einen Konflikt mit der Forderung nach einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht während des Übernahmeverfahrens. Es konnte gezeigt werden, dass dieser Konflikt unabhängig von der dogmatischen Herleitung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht besteht. Ausschlaggebend für diesen Konflikt ist aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, dass die Berücksichtigung des umfassenden Unternehmensinteresses aber bei der Annahme einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nicht möglich ist. Dieses Problem kann jedoch auch dann nicht gänzlich beseitigt werden, wenn der Ansicht gefolgt wird, der Vorstand sei allein den Interessen der Anteilseigner verpflichtet. Denn ein Tätigwerden des Vorstands im Übernahmeverfahren kann in bestimmten Fällen durchaus im Interesse der Anteilseigner liegen. So können Verteidigungsmaßnahmen geeignet sein, den Unternehmenswert zu steigern oder den Bieter zu der Zahlung einer höheren Kontrollprämie zu veranlassen.⁵⁹⁴ Zudem beeinträchtigt eine strikte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht das Zielunternehmen unangemessen in seiner Geschäftstätigkeit, und bei längeren Übernahmekämpfen besteht die Gefahr, dass das Zielunternehmen infolgedessen erhebliche finanzielle Verluste erleidet.⁵⁹⁵ Dies betrifft in erster Linie die Interessen der Aktionäre, jedoch auch die übrigen Interessensgruppen. Schließlich besteht die Gefahr, dass die, infolge einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht und dem Problemen der kollektiven Entscheidung entstehende Kompetenzlücke hinsichtlich der Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen von dem Bieter strategisch zulasten aller Stakeholder ausgenutzt wird.⁵⁹⁶ Insbesondere im Hinblick auf die Interessen der übrigen Stakeholder ist zudem zu berücksichtigen, dass diese im Gegensatz zu den Shareholdern kein vergleichbar einfaches Austrittsrecht aus dem Unternehmen haben.⁵⁹⁷ Demzufolge kann der Umstand, dass die Interessen der übrigen Stakeholder im Übernahmeverfahren durch die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands nicht berücksichtigt werden, auch nicht durch eine entsprechend günstige Ausgestaltung der Abwanderungsmöglichkeiten über den Kapitalmarkt kompensiert werden.

Erkennt man die Interessen der unterschiedlichen Interessensgruppen an und fordert gleichzeitig eine strikte oder grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht,

⁵⁹⁴ Vgl. Gliederungspunkte 4.1.3 und 7.1.2.1.

⁵⁹⁵ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1835; *Kirchner* (2002), S.53 und S.55; *Mühle* (2002), S.283.

⁵⁹⁶ Vgl. *Coppik* (2007), S.252; *Kirchner* (1999), S.487; *Kirchner* (2000b), S.1824.

⁵⁹⁷ Vgl. *Kirchner* (1999), S.487.

so stellt sich aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive die Frage, wie die Kompetenzlücke, die aufseiten des Vorstands entsteht, geschlossen werden kann, damit zum einen die entsprechenden Interessen auch im Übernahmeverfahren Berücksichtigung finden und zum anderen die Handlungs- und Funktionsfähigkeit des Zielunternehmens während des Übernahmeverfahrens sichergestellt wird. Die Regelungen zu den Verhaltenspflichten müssen folglich so ausgestaltet sein, dass die Aktionäre des Zielunternehmens sowohl vor der Beeinträchtigung ihres eigenen Vorstands als auch vor der Ausbeutung durch das Bietunternehmen geschützt werden,⁵⁹⁸ und gleichzeitig das Unternehmensinteresse unter Berücksichtigung anderer Fremdinteressen gewahrt bleibt. Unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Überlegungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten müssen sich in Anbetracht der übernahmespezifischen Interessenskonflikte mit funktionalen Fragen auseinandersetzen, mit dem Ziel, eine wirtschaftlich tragfähige Unternehmensorganisation auch während des Übernahmeverfahrens zu gewährleisten.⁵⁹⁹

6.2 Regelungsprobleme aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive

Die Regelungsprobleme der Verhaltenspflichten des Vorstands sind aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive wegen des unmittelbaren Marktbezuges naturgemäß stärker von ökonomischen Erwägungen bestimmt, als aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive. Die nachfolgenden Ausführungen werden sich unter Berücksichtigung dieser ökonomischen Komponente des Kapitalmarktrechts zunächst allgemein mit dessen Grundsätzen und Regelungszielen befassen, um anschließend die kapitalmarktrechtlichen Regelungsprobleme aufzuzeigen. Einige Aspekte, die zwar grundsätzlich den kapitalmarktrechtlichen Regelungsproblemen zuzuordnen sind, jedoch primär auf die teilweise Überlagerung von Kapitalmarktrecht und Unternehmens- und Gesellschaftsrecht zurückzuführen sind, sollen dabei nur kurz angesprochen und ausführlich in einem separaten Abschnitt behandelt werden.

6.2.1 Grundsätze und Zielrichtung des Kapitalmarktrechts

Regelungsgegenstand des Kapitalmarktrechts ist der Markt, auf dem Kapital⁶⁰⁰ oder Kapitalanlagen angeboten und nachgefragt werden.⁶⁰¹ Das Kapitalmarktrecht

⁵⁹⁸ Vgl. *Wackerbarth* (2001), S.1742.

⁵⁹⁹ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822.

⁶⁰⁰ *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.354 definiert den Begriff Kapital als Inbegriff sämtlicher finanzieller Mittel, die einem Unternehmen überhaupt zur Verfolgung seiner Ziele zur Verfügung stehen.

kann als die Gesamtheit der Regeln verstanden werden, mit denen die Organisation der Kapitalmärkte und der auf sie bezogenen Tätigkeiten sowie das marktbezogene Verhalten der Marktteilnehmer geregelt werden sollen.⁶⁰² Ausgehend von einem solchen weiten Verständnis des Kapitalmarktrechts, umfasst dieses auch viele verbands-, steuer-, aufsichts-, straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Regelungen.⁶⁰³ Obwohl das auf dem Kapitalmarkt gehandelte Gut eine rechtsformabhängige Gestalt aufweist, sind die, den Kapitalmarkt betreffenden Regelungen, im Gegensatz zu denen des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts, rechtsformunabhängig⁶⁰⁴ und lediglich in Bezug auf die Besonderheiten des Primär- und Sekundärmarkts innerhalb der jeweils vorgegebenen Marktsegmente zu differenzieren.⁶⁰⁵

Das Kapitalmarktrecht verfolgt zwei vorrangige Regelungsziele: den Schutz der Funktionsfähigkeit und Effizienz des Kapitalmarkts und den Anlegerschutz.⁶⁰⁶ Der Begriff des Anlegerschutzes ist in diesem Zusammenhang unscharf und bedarf einer weiteren Differenzierung. So ist streng zu unterscheiden zwischen dem Schutz der Individualinteressen des einzelnen Anlegers (Individualschutz) und dem Schutz der Anlegerschaft im Sinne des Anlegerpublikums als Träger des gesamten Angebots- und Nachfragepotentials (überindividueller Anlegerschutz).⁶⁰⁷ Da der Schutz des Vertrauens des Anlegerpublikums in seiner Gesamtheit wegen der ansonsten drohenden Gefahr eines Marktversagens⁶⁰⁸ wesentlicher Bestandteil der Leistungsfähigkeit des Kapitalmarkts ist, ist der überindividuelle Anlegerschutz genau genommen dem Regelungsziel des Funktionsschutzes des Kapitalmarkts zuzuordnen.⁶⁰⁹ Entgegen älterer Auffassungen im Schrifttum⁶¹⁰ wird der

⁶⁰¹ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.354; *Mühle* (2002), S.144; *Schwark* (1985), S.1091.

⁶⁰² Vgl. *Kümpel* (2004), S.2; *Nippgen* (2005), S.8.

⁶⁰³ Vgl. *Hopt* (1977), S.431f.; *Nippgen* (2005), S.8.

⁶⁰⁴ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356; *Kümpel* (2004), S.1357; *Schwark* (1985), S.10 (1992).

⁶⁰⁵ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356; zu der Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt: *Hopt* (1977), S.425; *Schwark* (1985), S.1091.

⁶⁰⁶ Vgl. *Hopt* (1977), S.431; *Kübler/Assmann* (2006), S.468; *Kümpel* (2004), S.1356.; *Berding* (2002), S.1154 führt neben dem Funktionsschutz und dem Anlegerschutz die Publizität wegen ihrer herausragenden Bedeutung als von dem Anlegerschutz separates Regelungsziel auf.

⁶⁰⁷ Vgl. *Kümpel* (2004), S.1336 und S.1365; so zu verstehen auch *Kübler/Assmann* (2006), S.468; *Mühle* (2002), S.144ff.

⁶⁰⁸ Vgl. *Caspari* (1994), S.533; *Mülbert* (1996), S.119; *Mühle* (2002), S.144f.; grundlegend *Akerlof* (1970), S.488ff.

⁶⁰⁹ Vgl. *Berding* (2002), S.1155; *Kübler/Assmann* (2006), S.469; *Kümpel* (2004), S.1336 und S.1364f.; *Mülbert* (1996), S.119; *Mühle* (2002), S.144; *Schwark* (1985), S.10 (1992).

Funktionsschutz mittlerweile als primäres Regelungsziel des Kapitalmarktrechts angesehen.⁶¹¹

6.2.1.1 Funktionsschutz

Der Funktionsschutz zielt auf die Leistungsfähigkeit der kapitalmarktbezogenen Einrichtungen und Ablaufmechanismen ab, denen die wichtige Aufgabe wirtschaftlicher und sozialer Steuerung zukommt⁶¹² und die dem öffentlichen Interesse an effizienten Märkten dienen.⁶¹³ Insoweit ist das Regelungsziel des Funktionsschutzes grundlegend von wirtschaftswissenschaftlichen Erwägungen durchsetzt. Im Vordergrund steht dabei der Aspekt des Vertrauens der Anleger, der wesentlich für die Erhaltung und Steigerung des Volumens des gesamtwirtschaftlich benötigten Investitionskapitals ist.⁶¹⁴ Das Regelungsziel des Schutzes der Funktionsfähigkeit und Effizienz des Kapitalmarkts kann zur Konkretisierung dieser Aufgabe in die drei eng miteinander verknüpften Teilaspekte des institutionellen, operationalen und allokativen Funktionsschutzes untergliedert werden.⁶¹⁵

Die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts bildet die Grundvoraussetzung eines wirksamen Marktmechanismus. Sie umfasst neben dem weitestmöglich ungehinderten Zugang von Kapitalanbietern (Anlegern) und Kapitalnachfragern (Unternehmen) zum Markt auch die von der Rechtsordnung zur Verfügung gestellten typisierten Anlageformen (Aktien, Schuldverschreibungen), die Marktstabilität sowie die Aufnahmefähigkeit eines Markts hinsichtlich dessen Breite und Tiefe (Liquidität).⁶¹⁶ Dem letzten Aspekt kommt besondere Bedeutung

⁶¹⁰ Vgl. beispielsweise *Hopt* (1977), S.431, der die Regelungsziele zumindest gleichwertig auf-führt.

⁶¹¹ Vgl. *Berding* (2002), S.1154; *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356; *Kümpel* (2004), S.1356; *Schwark* (1985), S.1091; *Kümpel* (2004), S.1356 begründet dies damit, dass nur ein verhältnismäßig kleiner Teil der kapitalmarktrechtlichen Normen dem Schutz der Individualinteressen der Anleger dient; *Hopt* (1977), S.431 führt Individual- und Funktionsschutz in seiner Definition hingegen (noch) als gleichwertige Regelungsziele auf.

⁶¹² Vgl. *Kübler/Assmann* (2006), S.469.

⁶¹³ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-DruckS.12/7918, S.102; ebenso *Berding* (2002), S.1154; *Kümpel* (2004), S.1357f.; nach *Kümpel* (2004), S.1357 konkretisiert sich dieses öffentliche Interesse in den Aspekten des Wohls der Allgemeinheit, der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, der privaten Altersvorsorge und dem Finanzierungsbedürfnis der öffentlichen Hand.

⁶¹⁴ Vgl. *Kübler/Assmann* (2006), S.469; *Mülbert* (1996), S.119; *Mühle* (2002), S.144.

⁶¹⁵ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.358ff.; *Kübler/Assmann* (2006), S.496f.

⁶¹⁶ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.358ff.; *Kübler/Assmann* (2006), S.496f.; *Kümpel* (2004), S.1359ff.

zu, da der Anleger seine Anlageentscheidung regelmäßig davon abhängig machen wird, wie leicht es für ihn sein wird, seine Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußern zu können.⁶¹⁷

Die operationale Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hängt vor allen Dingen von den Kosten ab, die die Anlagevermittlung und Kapitalbeschaffung für Anleger und Unternehmen verursachen. Wie alle Transaktionen verursachen auch diejenigen des Kapitalmarkts infolge unvollständiger Informationen Transaktionskosten,⁶¹⁸ die die Rendite aus der Kapitalanlage für die Anleger erheblich mindern⁶¹⁹ und die Kapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt für die Unternehmen unrentabel machen können. Mit dem Ansteigen dieser Kosten sinkt die Effizienz des Kapitalmarkts,⁶²⁰ was hemmend auf die entsprechenden Transaktionen wirken kann.⁶²¹ Niedrige Transaktionskosten können auf der anderen Seite die Akzeptanz des Markts steigern.⁶²² Eine wichtige Rolle bei der Verringerung von Transaktionskosten kommt in diesem Zusammenhang den Publizitätsvorschriften zu, die dem Problem der unvollständigen Informationen entgegenwirken, indem die Transparenz am Markt erhöht wird.⁶²³

Eine weitere zentrale Voraussetzung für die Gewährleistung eines effizienten Kapitalmarkts ist dessen allokative Funktionsfähigkeit. Sie gewährleistet, dass die knappen Kapitalressourcen dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage verspricht.⁶²⁴ Da in einem dezentral organisierten Wirtschaftssystem die Entscheidung, ob eine spezifische Form von Kapitalallokation zugunsten einer anderen, die mehr Rendite verspricht, geändert werden soll, in den Händen des einzelnen Wirtschaftssubjekts liegt, muss sich das Kriterium der allokativen Funktionsfähigkeit insbesondere die individuelle Anlageentscheidung fokussieren.⁶²⁵ In diesem Zusammenhang sind zunächst die Sicherstellung der Integrität und der Fair-

⁶¹⁷ Vgl. Kümpel (2004), S.1359.

⁶¹⁸ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.359.

⁶¹⁹ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.359; Kümpel (2004), S.1362.

⁶²⁰ Vgl. Kübler/Assmann (2006), S.496.

⁶²¹ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.359.

⁶²² Vgl. Kümpel (2004), S.1362.

⁶²³ Vgl. Kübler/Assmann (2006), S.469; ausführlich zu dem Aspekt der Publizität Berding (2002), S.1156; Hopt (1977), S.414ff.

⁶²⁴ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.358; Kübler/Assmann (2006), S.469; Kümpel (2004), S.1364.

⁶²⁵ Vgl. Mühle (2002), S.145.

ness an dem Kapitalmarkt von Bedeutung.⁶²⁶ Im Hinblick auf die allokativen Funktionsfähigkeit ist jedoch auch die informationelle Effizienz des Markts hervorzuheben, da der gesamtwirtschaftliche Nutzen einer Investitionsentscheidung zentral vom Informationsstand des Entscheidungsträgers abhängt,⁶²⁷ der wiederum grundlegend von der Ausgestaltung der Publizitätsanforderungen am Markt beeinflusst wird.⁶²⁸

6.2.1.2 Individualschutz

Soweit der Funktionsschutz auch den individuellen Interessen der einzelnen Anleger zugute kommt, handelt es sich um einen bloßen Rechtsreflex.⁶²⁹ Der einzelne Anleger wird in diesem Fall nicht um seiner selbst Willen geschützt, sondern im Interesse der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.⁶³⁰ Daneben existieren allerdings zwei Ansätze, die den Individualschutz abstrakt von dem primären Regelungsziel des Funktionsschutzes begründen.

Ein Ansatz begründet den Individualschutz verfassungsrechtlich anhand des Sozialstaatsprinzips.⁶³¹ Im Zentrum dieser Überlegung steht die Unterlegenheit des individuellen Anlegers gegenüber der Macht, die die Marktgegenseite innehat. Bei seiner selbstständigen Anlageentscheidung sei der private Kleinanleger regelmäßig fachlich und intellektuell überfordert.⁶³² Demnach sei es Aufgabe des Staats, das wettbewerbs- und marktwirtschaftliche System so einzurichten, dass es vor Störungen durch ungebundene private wirtschaftliche Macht, die sich auf Kosten der Machtlosen weiter zu vermehren sucht, geschützt ist.⁶³³

Eine andere Ansicht rechtfertigt den Individualschutz zur Sicherung des Anlegers um seiner selbst Willen mit sozialpolitischen Erwägungen. Danach müsse die Rechtsordnung die Voraussetzungen dafür schaffen, dass der private Anleger durch die Investition von Sparkapital Vorsorge für künftige Bedürfnisse wie

⁶²⁶ Vgl. *Kümpel* (2004), S.1364.

⁶²⁷ Vgl. *Mühle* (2002), S.145.

⁶²⁸ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.358; *Kübler/Assmann* (2006), S.469f.

⁶²⁹ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-DruckS.12/7918, S.100; ebenso *Mühle* (2002), S.146; *Kümpel* (2004), S.1365.

⁶³⁰ Vgl. *Mühle* (2002), S.146. Die entsprechenden Normen entfalten in diesem Fall auch keine drittschützende Wirkung aus haftungsrechtlicher Sicht, *Kümpel* (2004), S.1365.

⁶³¹ Vgl. *Hopt* (1975), S.262ff.

⁶³² Vgl. *Hopt* (1975), S.88f.

⁶³³ Vgl. *Hopt* (1975), S.263.

Krankheit und Alter treffen kann.⁶³⁴ Der Kapitalmarkt kann eine geeignete Plattform dafür bieten, die staatliche Sozialversicherung durch private Altersvorsorge zu ergänzen und zu entlasten.⁶³⁵

Unabhängig davon, welcher Ansicht gefolgt wird, ist anzuerkennen, dass der Individualschutz, wenn auch nachrangig hinter dem Funktionsschutz, Regelungsziel des Kapitalmarktrechts ist.⁶³⁶

6.2.2 Die Regelungsprobleme

Vor dem Hintergrund der dargestellten Regelungsziele des Kapitalmarktrechts soll nachfolgend konkretisiert werden, welche Anforderungen an die Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens zu stellen sind, damit Funktions- und Anlegerschutz gewährleistet sind. Dabei wird zunächst allgemein auf den Gesichtspunkt der Kapitalmarkteffizienz eingegangen. Anschließend wird untersucht, welche Probleme bei der Regelung von Verhaltenspflichten im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen auftreten können.

6.2.2.1 Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz

Zur Sicherung und Förderung eines effizienten Kapitalmarkts bedarf es des langfristigen Vertrauens der Anleger in dessen Stabilität und Integrität.⁶³⁷ Intransparenz, Verhaltensunsicherheiten und der damit einhergehende Vertrauensverlust der Anleger auf einem Markt können dazu führen, dass bessere Anbieter von den schlechteren Anbietern nicht mehr unterschieden werden können. Das hat zu Folge, dass sich Durchschnittspreise für Anlagen unterschiedlicher Qualität bilden.⁶³⁸ Für Anleger (und Kapitalgesellschaften) kann es unter diesen Umständen eine rationale Entscheidung sein, sich von dem Kapitalmarkt zurückziehen, wenn die von ihnen nachgefragte Anlagemöglichkeit eine überdurchschnittliche Qualität

⁶³⁴ Vgl. Kübler/Assmann (2006), S.468.

⁶³⁵ Vgl. Kümpel (2004), S.1358, der dieses sozialpolitische Anliegen allerdings auch dem Regelungsziel des Funktionsschutzes unterstellt.

⁶³⁶ Vgl. Berding (2002), S.1154; GroKoAktG-Assmann, Einl. Rn.356; Kümpel (2004), S.1356; Schwark (1985), S.1091.

⁶³⁷ Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer (1990), S.47; Kübler (1994), S.371; Kümpel (2000), S.119; Mühle (2002), S.139; Schwark (1985), S.10 (1992).

⁶³⁸ Vgl. grundlegend zu dem Problem des Marktversagens Akerlof (1970), S.488ff.; hierzu auch Assmann (1989), S.59ff.; Mülbart (1996), S.111.

aufweist.⁶³⁹ Zumindest werden sich die Anleger die erhöhte Unsicherheit durch entsprechend höhere Kapitalkosten in Form von Risikoprämien kompensieren lassen.⁶⁴⁰ Der mögliche Endpunkt dieses Prozesses liegt in dem totalen Zusammenbruch des Markts.⁶⁴¹ Der Anlegerschutz ist folglich wesentliche Bedingung für die Kapitalmarkteffizienz.⁶⁴²

Diese Hypothese konnte auch durch Studien bestätigt werden, die die Eigentümerstruktur in unterschiedlichen Ländern einem Vergleich unterzogen haben.⁶⁴³ Die Studien konnten belegen, dass der Aktienbesitz in Ländern mit wenig ausgeprägtem Minderheiten- und Anlegerschutz wenig gestreut ist. Diese Konzentration der Aktien in den Händen Weniger ist neben der Tatsache, dass die Kontrollrechtsausübung durch Großaktionäre rentabler ist, auf den unzureichenden Anlegerschutz zurückzuführen. Unzureichender Anlegerschutz hat nämlich zu Folge, dass die Aktionäre im Falle einer Übernahme eine unsichere Rechtsposition inne haben und sie hierfür eine hohe Risikoprämie verlangen.⁶⁴⁴

Für die Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements im Rahmen von Unternehmensübernahmen stellt sich aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive damit zunächst die Frage, wie die Verhaltenspflichten ausgestaltet sein müssen, damit die für die Vertrauensbildung der Anleger wesentlichen Faktoren möglichst gering beeinträchtigt werden. Bei diesen Faktoren handelt es sich im Wesentlichen um die institutionelle, operative und allokativer Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Daneben darf jedoch auch das, wenn auch nachrangige, Regelungsziel des Individualschutzes nicht außer Acht gelassen werden.

6.2.2.1.1 Managementverhalten und allokativer Funktionsschutz

Für den allokativen Funktionsschutz muss deshalb das Anliegen von zentraler Bedeutung sein, dem Anleger durch rechtliche Institutionenbildung die Basis für eine freie und rationale Entscheidung im Rahmen des Übernahmeverfahrens zu

⁶³⁹ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.252; *Dimke* (2007), S.476; *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.356; *Mülbert* (1996), S.111.

⁶⁴⁰ Vgl. *Hellwig* (1997), S.215; *Kübler* (2000), S.555; *Mühle* (2002), S.134 m.w.N.; zu empirischen Untersuchungen.

⁶⁴¹ Vgl. *Mülbert* (1996), S.111.

⁶⁴² Vgl. bereits Gliederungspunkt 6.2.1.

⁶⁴³ Vgl. *LaPortas/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (1997), S.1131ff.; *LaPortas/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (1998), S.1145ff.; *LaPortas/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (2000), S.3ff.

⁶⁴⁴ Vgl. *Mühle* (2002), S.137.

legen.⁶⁴⁵ Denn der Kapitalmarkt kann nur dann alloktionseffizient arbeiten, wenn sichergestellt ist, dass das Kapital durch die Möglichkeit freier Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen an den Ort seiner bestmöglichen Verwendung fließen kann.⁶⁴⁶ Dezentrale Entscheidungen der einzelnen Marktteilnehmer, die entsprechend ihrer individuellen Präferenzen getroffen werden, sorgen dafür, dass das Kapital seine jeweils vorteilhafteste Verwendung findet.⁶⁴⁷ Um die Funktion dieses Marktmechanismus zu erhalten, müssen eigenmächtige und vom Selbstinteresse des Managements geleitete Verteidigungsmaßnahmen unterbleiben. Ansonsten werden die Marktvorgänge nicht mehr durch Wettbewerb, sondern durch die Sonderinteressen der Leitungsorgane des Zielunternehmens bestimmt und die unternehmerischen Ressourcen werden der Allokationswirkung des Markts entzogen.⁶⁴⁸

Aus dieser Perspektive wären eigennützige Eingriffe des Managements in das Übernahmeverfahren nur dann unschädlich, wenn Übernahmeangebote generell zu einer ineffizienten Allokation der unternehmerischen Ressourcen führten.⁶⁴⁹ Dies ist, wie bereits dargelegt wurde, nicht der Fall; Unternehmensübernahmen sind sehr wohl geeignet zu einer effizienten Kapitalallokation beizutragen.⁶⁵⁰ Zudem können Unternehmensübernahmen auch aus der Perspektive der Anleger, deren Vertrauen gewonnen werden muss, unter den richtigen Rahmenbedingungen finanziell vorteilhaft sein.⁶⁵¹

Eigennützig motivierte Verteidigungsmaßnahmen bergen jedoch auch die Gefahr, dass die Entscheidung der Anleger für oder gegen ein Übernahmeangebot von der unsicheren Variablen der Wahrscheinlichkeit und Wirkung von Verteidigungsmaßnahmen abhängig gemacht wird.⁶⁵² Auch können Verteidigungsmaßnahmen kapitalintensiv sein und sich einseitig zulasten des Zielunternehmens auswirken.

⁶⁴⁵ Vgl. *Mühle* (2002), S.132.

⁶⁴⁶ Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.47; *Birke* (2006), S.179; *Kalss* (2001), S.3.

⁶⁴⁷ Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.48; *Birke* (2006), S.179; *Kalss* (2001), S.4. So zu verstehen auch *Mühle* (2002), S.305.

⁶⁴⁸ Vgl. *Birke* (2006), S.179; *Immenga/Noll* (1990), S.99; *Immenga* (1992), S.11 und S.28; *Mühle* (2002), S.305.

⁶⁴⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.179.

⁶⁵⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.38; *Dimke/Heiser* (2001), S.254; *Mühle* (2002), S.110 sowie Gliederungspunkt 3.2.2.

⁶⁵¹ Vgl. Gliederungspunkt 4.1.

⁶⁵² Vgl. *Mühle* (2002), S.282.

Kann der Vorstand diese aus eigennützigen Motiven ergreifen, führt das zu einer Verschwendung der im Unternehmen gebundenen Ressourcen.⁶⁵³

Andererseits darf nicht außer Acht gelassen werden, dass Abwehrmaßnahmen den Bieter dazu veranlassen können, den ursprünglich gebotenen Preis zu erhöhen, wovon die Aktionäre profitieren.⁶⁵⁴ Existiert indes keine Möglichkeit, Maßnahmen zu ergreifen, die zu einer Nachbesserung des Angebots führen, besteht die Gefahr, dass potentielle Zielunternehmen ein zu leichtes Opfer für öffentliche Übernahmen werden und die Entscheidungen der Aktionäre systematisch in Richtung der Annahme des Übernahmeangebots verzerrt werden, da sie ansonsten befürchten müssen, als Minderheitsaktionäre in dem übernommenen Unternehmen ausgebeutet zu werden.⁶⁵⁵ Auch ist es dem Management dann nicht möglich, bisher unerkannt gebliebene unternehmenswertsteigernde Optionen nicht realisieren. Daneben kann sich ein ineffizientes Management unter dem Druck der drohenden Übernahme zum Ergreifen unternehmenswertsteigernder Handlungen veranlasst sehen. Sind die positiven allokativen Effekte solcher unternehmenswertsteigernden Maßnahmen höher als die einer Unternehmensübernahme, so wäre die Abwehr des Übernahmeangebots vorteilhaft.⁶⁵⁶

6.2.2.1.2 Managementverhalten und institutioneller Funktionsschutz

Im Hinblick auf die institutionelle Funktionsfähigkeit ist insbesondere zu gewährleisten, dass die Liquidität der Aktien am Kapitalmarkt sichergestellt ist. In diesem Zusammenhang muss beachtet werden, dass die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen das Liquiditätsrisiko der Anleger dadurch erhöhen kann, dass diese sich infolge eigennützigen Verhaltens des Managements nicht oder zumindest nur unter verzerrten Bedingungen von ihren Anteilen lösen können.⁶⁵⁷ Bei der Entscheidung des Anlegers, einem Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen, ist das Wissen um die Möglichkeit, jederzeit ungehindert desinvestieren zu können, falls am Markt für die Anlage ein Preis geboten wird, der dem Reser-

⁶⁵³ Vgl. *Mühle* (2002), S.282.

⁶⁵⁴ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.189; *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.59; zu empirischen Nachweisen *Bärtle* (1997), S.76; *Malatesta/Walking* (1988), S.347ff.; *Ryngaert* (1988), S.377f.; ausführlich zu den möglichen positiven Effekten von Verteidigungsmaßnahmen Gliederungspunkt 7.1.2.1.

⁶⁵⁵ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.3.3; so auch *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.49; *Kirchner* (2002), S.55; *Mühle* (2002), S.134, S.85ff. und S.142.

⁶⁵⁶ Vgl. Gliederungspunkte 3.2.1 und 7.1.2.1.3.

⁶⁵⁷ Vgl. *Birke* (2006), S.180; *Dimke/Heiser* (2001), S.252; *Dimke* (2007), S.477; *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.369.

vationspreis des Anlegers entspricht, von großer Wichtigkeit. Versucht das Management des Zielunternehmens den Erfolg des Übernahmeangebots aus eigen-nützigen Motiven zu verhindern, so besteht die Gefahr, dass die Möglichkeit des Anlegers, sein Investment zu den Konditionen des Übernahmeangebots zu liqui-dieren, beeinträchtigt wird.⁶⁵⁸ Darüberhinaus ist im Hinblick auf die institutionelle Funktionsfähigkeit zu berücksichtigen, dass alle Inhaber von Wertpapieren glei-cher Gattung gleich zu behandeln sind.⁶⁵⁹ Die Gefahr einer Ungleichbehandlung kann sich negativ auf das Vertrauen der Anleger auswirken.

6.2.2.1.3 Managementverhalten und operationaler Funktionsschutz

Im Zusammenhang mit der operationalen Funktionsfähigkeit spielen die Transak-tionskosten eine wesentliche Rolle. Eine uneigennützige Informationspolitik des Managements während des Übernahmeverfahrens kann dazu beitragen, Informa-tionskosten der Anleger zu senken.⁶⁶⁰ Daneben stellt es für die Anleger des Ziel-unternehmens im Falle eines öffentlichen Übernahmeangebots ein Problem dar, ihre individuellen Entscheidungen zu koordinieren.⁶⁶¹ Dieses Problem der Kollektiventscheidung⁶⁶² führt zu Entscheidungskosten, die wiederum im Widerstreit mit dem Ziel stehen, den Anlegern eine freie und selbst bestimmte Entscheidung über die Annahme eines Übernahmeangebots zu ermöglichen.⁶⁶³ Wäre gewähr-leistet, dass das Management als Sachwalter der Anteilseigner selbstlos im Rah-men seiner Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse, gemäß den Anlegerinter-essen handeln würde, so könnten diese Entscheidungskosten reduziert werden.

6.2.2.1.4 Managementverhalten und Individualschutz

Wird als Regelungsziel des Kapitalmarktrechts ein, über den vom Funktions-schutz umfassten Anlegerschutz hinausgehender, sozialstaatlicher oder sozialpoli-tischer (nachrangiger) Individualschutz gefordert, so fragt sich, welche Implikati-onen das für das Managementverhalten während des Übernahmeverfahrens zulässt.

⁶⁵⁸ Vgl. *Birke* (2006), S.180; *Dimke/Heiser* (2001), S.252.

⁶⁵⁹ Vgl. zum kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebot 6.1.2.2.5.

⁶⁶⁰ Vgl. *Mühle* (2002), S.137.

⁶⁶¹ Vgl. *Behrens* (1986), S.108.

⁶⁶² Vgl. ausführlich zu dem Problem der Kollektiventscheidung Gliederungspunkt 7.2.2.1.

⁶⁶³ Vgl. *Mühle* (2002), S.138.

Zugunsten eines Individualschutzes könnte neben das Kriterium der Allokations-effizienz das Gerechtigkeitskriterium treten. Wie bereits dargestellt, werden Umverteilungsprobleme von dem Allokationskriterium nicht generell erfasst.⁶⁶⁴ Mit dem Effizienzkriterium wird das Ziel verfolgt, den Saldo aus Vor- und Nachteilen zu maximieren, die Verteilungsgerechtigkeit befasst sich mit der Frage, bei wem Vor- und Nachteile anfallen.⁶⁶⁵ Sollen die individuellen Anleger nun vor einer übergroßen Marktmacht oder mit dem Ziel geschützt werden, ihnen die Möglichkeit zu geben, ihr Sparkapital gewinnbringend zum Zwecke der Krankheits- und Altersvorsorge anzulegen, so sind Verteilungsaspekte zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang können Verteidigungsmaßnahmen dazu geeignet sein, die individuellen Anleger vor Ausbeutung und Erpressung zu schützen und ihnen eine angemessene Kontrollprämie zu sichern.

Letztlich geht der Grundsatz des Individualschutzes zumindest im Hinblick auf die Verhaltenspflichten des Managements in dem Anliegen des Funktionsschutzes auf.⁶⁶⁶ Denn auch durch antizipierte Umverteilungsprobleme entsteht die Gefahr, dass Marktteilnehmer höhere Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt verlangen, sich von dem Kapitalmarkt zurückziehen oder von diesem verdrängt werden. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht haben die Anforderungen an das Managementverhalten damit unabhängig von der Frage, ob der Individualschutz als selbstständiges Regelungsziel anerkannt wird, auch Umverteilungsproblemen Rechnung zu tragen.

6.2.2.2 Funktionsschutz und die Schaffung eines internationalen *level playing field*

Die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten wirft aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive ein weiteres Regelungsproblem auf, das jurisdiktionsübergreifende Unternehmensübernahmen betrifft. Dieses kollisionsrechtliche Problem liegt darin begründet, dass bei jurisdiktionsübergreifenden Übernahmeversuchen Ziel- und Bieterunternehmen unterschiedlichen Rechtsordnungen unterliegen.

Versucht nun ein Zielunternehmen aus einer Jurisdiktion, in der Verteidigungsmaßnahmen nicht vorgesehen sind, ein Gegenangebot auf das Bieterunternehmen

⁶⁶⁴ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.2.2.3.

⁶⁶⁵ Vgl. *Eidenmüller* (2005), S.273f.

⁶⁶⁶ Vgl. zum Zusammenhang zwischen Individualschutz und Kapitalallokation auch *Assmann* (1989), S.60f.; *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.48f.; *Herkenroth* (1994), S.33f.; *Kirchner* (1985b), S.129f.; *Mühle* (2002), S.130 und S.136f.

abzugeben, in dessen Jurisdiktion Verteidigungsmaßnahmen zulässig sind, so wird dieses Gegenangebot kaum Aussichten auf Erfolg haben.⁶⁶⁷ Es besteht in einem solchen Fall keine Waffengleichheit und das Zielunternehmen, aus der Jurisdiktion, die keine Verteidigungsmaßnahmen zulässt, wird diskriminiert.⁶⁶⁸

Aber auch unabhängig von dem soeben beschriebenen Fall des Gegenangebots führt es zu Verzerrungen des internationalen Kapitalmarkts, wenn Unternehmen aus bestimmten Jurisdiktionen, mangels Verteidigungsmöglichkeiten und der daraus resultierenden relativ niedrigeren Kontrollprämie, die an die Aktionäre gezahlt werden muss,⁶⁶⁹ sowie der Möglichkeit, die übrigen Shareholder einfacher auszubeuten, wenn deren Interessen im Übernahmeverfahren nicht ausreichend berücksichtigt werden können, leichter und günstiger übernommen werden können.⁶⁷⁰ Ein solches Hemmnis reziproker Übernahmeprozesse kann, bei ansonsten gleichen Voraussetzungen auf beiden Seiten,⁶⁷¹ zu einer erhöhten Konzentration der Kontrolle über Unternehmensressourcen in solchen Rechtsordnungen führen, in denen Verteidigungsmaßnahmen zulässig sind. Werden Unternehmen aus bestimmten Jurisdiktionen infolge dieses Ungleichgewichtes sowie aufgrund zu geringer Kontrollprämien zu leichten Opfern auf dem internationalen Kapitalmarkt, so kommt es zu einer Beeinträchtigung des Preismechanismus und der Allokationseffizienz am Kapitalmarkt.⁶⁷²

Darüberhinaus gewinnt der Aspekt einheitlicher Übernahmeregungen im Hinblick auf international agierende Anleger an Bedeutung, die auf gleichwertige Regelungssysteme auf den Kapitalmärkten vertrauen. Aus europäischer Perspektive kann das Unterbleiben der Rechtsangleichung auf dem Binnenmarkt zu Intransparenz sowie Unsicherheiten über die Rechtslage in anderen Teilen des Binnenmarkts führen. Dies kann erhöhte Transaktionskosten, mehr Rechtsstreitigkeiten und spezielle Schutzprobleme für die Anleger, beispielsweise

⁶⁶⁷ Vgl. *Ebenroth/Daum* (1991), S.1160; *Fitchew* (1991), S.14; *Kirchner* (2002), S.53; *Kirchner/Painter* (2000), S.386.

⁶⁶⁸ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.53.

⁶⁶⁹ Vgl. zum Zusammenhang von Verteidigungsmaßnahmen und Kontrollprämie Gliederungspunkt 7.1.2.1.2.

⁶⁷⁰ Vgl. *Hopt* (1991), S.194; *Hopt* (1998), S.187; *Kirchner* (1999), S.4 (1990); *Kirchner/Painter* (2000), S.385.

⁶⁷¹ Vgl. zu dem Einfluss struktureller Faktoren auf die Aktivität am Markt für Unternehmenskontrolle *Basaldua* (1990), S.163ff.; *Easterbrook/Fischel* (1982a), S.1ff. und S.8; *Kirchner/Painter* (2000), S.384f.; *Mühle* (2002), S.299f. (zugleich Kritik an dem Ziel der Schaffung eines *level playing field*); *Nippgen* (2005), S.236f.

⁶⁷² Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.256.

durch das Fehlen einer einheitlichen Aufsichtsbehörde, zur Folge haben.⁶⁷³ Unterschiedliche nationale Regelungen können somit die Anlagebereitschaft verringern oder die Anleger dazu bewegen, sich mit ihrer Anlageaktivität auf das ihnen vertraute System zu beschränken.⁶⁷⁴ Eine daraus folgende Verringerung der transnationalen bzw. jurisdiktionsübergreifenden Investitionstätigkeit würde es den betroffenen nationalen Kapitalgesellschaften erschweren, auf dem internationalen Kapitalmarkt an Kapital zu gelangen. Damit wäre wiederum nicht gewährleistet, dass in ausreichendem Maße Kapital dorthin fließt, wo es seine effizienteste Verwendung findet.⁶⁷⁵

Schließlich kann eine Rechtsangleichung dort sinnvoll sein, wo einzelne Staaten durch ihre Rechtsordnung versuchen, Marktzutrittsschranken zu errichten bzw. aufrechtzuerhalten.⁶⁷⁶ Um Verzerrungen auf dem internationalen Kapitalmarkt zu verhindern und dessen Funktionsfähigkeit zu sichern, muss deshalb die Harmonisierung des internationalen Kapitalmarkts durch die Schaffung eines *level playing field* angestrebt werden.⁶⁷⁷

Teilweise wird das Ziel, ein *level playing field* zu schaffen unter Verweis auf die positiven Effekte des legalisatorischen Wettbewerbes zwischen unterschiedlichen Jurisdiktionen durch einen sogenannten *race to the top* kritisiert.⁶⁷⁸ Nach der Aufgabe der Sitztheorie zugunsten der Gründungstheorie infolge der Centros-Entscheidung des EuGH⁶⁷⁹ erlangen europäische Gesellschaften ein höheres Maß an Mobilität, womit der legalisatorische Wettbewerb aus europäischer Perspektive an Bedeutung gewonnen hat.⁶⁸⁰ Die Argumentation mit den Wirkungen des *race to the top* durch legalisatorischen Wettbewerb baut auf der Grundannahme auf, dass Unternehmen in Jurisdiktionen mit ineffizienten Regelungen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht sowie zum Kapitalmarktrecht, sowohl unterdurch-

⁶⁷³ Vgl. Hopt (1997), S.383.

⁶⁷⁴ Vgl. Dimke/Heiser (2001), S.256.

⁶⁷⁵ Vgl. Dimke/Heiser (2001), S.256; Körner (2001), S.367; Nippgen (2005), S.125f.

⁶⁷⁶ Vgl. Hopt (1997), S.384.

⁶⁷⁷ Vgl. Basaldua (1990), S.166; Baums (1996), S.107f.; Dimke/Heiser (2001), S.256; Hopt (1997), S.375; Kirchner (2000b), S.1823; Kuhner/Schilling (2002), S.460.

⁶⁷⁸ Vgl. Easterbrook/Fischel (1984), S.564ff.; Romano (1993), S.856ff.; Winter (1977), S.251.; allgemein zu möglichen Kritikpunkten aus europäischer Perspektive Hopt (1997), S.381f. m.w.N.; Wackerbarth (2001), S.1751f.; grundlegend zum legalisatorischen Wettbewerb im europäischen Gesellschaftsrecht Buxbaum/Hopt (1988), S.1ff.; Kirchner (2004a), S.607ff.

⁶⁷⁹ EuGH vom 9.3.1999 – RS.C-212/97, Slg. 1999 I-1459.

⁶⁸⁰ Vgl. Kirchner (2004a), S.607f.

schnittliche Kapitalrenditen erwirtschaften, als auch Schwierigkeiten haben werden, Kapital am Kapitalmarkt zu bekommen und infolgedessen leichter Ziel von Unternehmensübernahmen werden können.⁶⁸¹ Manager würden daher aus reinem Selbstinteresse an effizienten Regelungen interessiert sein, um die negativen Folgen für sie aus einer ansonsten wahrscheinlicheren Unternehmensübernahme zu vermeiden und die Unternehmen in Jurisdiktionen mit entsprechenden Regelungen inkorporieren.⁶⁸² Für die unterschiedlichen Jurisdiktionen besteht dieser Argumentation zufolge ein Anreiz, in einen Wettbewerb um die Schaffung eines möglichst effizienten Regelungsumfelds zu treten.

Dieser Auffassung wird entgegen gehalten werden, dass ein zu weitgehender legalisatorischer Wettbewerb letztlich dazu führt, managerfreundliche, aber ineffiziente Regelungen zu schaffen, damit möglichst viele Unternehmen im eigenen Land gegründet werden und dort inkorporiert bleiben. Dieses Phänomen wird als *race to the bottom* bezeichnet.⁶⁸³ Dieses Argument kann jedoch nur für den Fall überzeugen, dass eigennutzorientierte Manager einen höheren Vorteil aus den managerfreundlichen, aber ineffizienten Regeln ziehen können, als aus der Vermeidung der Nachteile aus einer höheren Übernahmewahrscheinlichkeit.

Jedenfalls kann im Hinblick auf die zuvor genannten Aspekte, die für die Schaffung eines *level playing field* sprechen, das Konzept des Wettbewerbs der Gesetzgeber und des möglicherweise daraus zu erwartenden *race to the top* keinesfalls als grundsätzlicher Einwand gegen eine Rechtsangleichung auf dem Gebiet des Übernahmerechts herangezogen werden.⁶⁸⁴ Entsprechende Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstandes müssten letztlich darauf abzielen, die grundsätzlichen Voraussetzungen für ein *level playing field* zu schaffen. Die konkrete Ausgestaltung könnte dann im Detail den einzelnen nationalen Gesetzgeber überlassen werden, um in diesem begrenzten Rahmen die positiven Effekte eines legalisatorischen Wettbewerbs zur Geltung kommen zu lassen.

Aus europäischer Perspektive findet das Anliegen, ein *level playing field* zu schaffen, in dem Ziel der Herstellung eines barrierefreien europäischen Binnenmarkts nach Art. 3 a Abs. 1 EGV Ausdruck.⁶⁸⁵ Auf der internationalen Ebene fehlt es jedoch an einer zentralen gesetzgeberischen Instanz, weshalb die Harmonisierung

⁶⁸¹ Vgl. Winter (1977), S.257 und S.264ff.

⁶⁸² Vgl. zusammenfassend Bebchuk/Ferrell (1999), S.1194ff.; Wackerbarth (2001), S.1752.

⁶⁸³ Vgl. für viele Bebchuk/Ferrell (1999), S.1168ff und S.1172ff.

⁶⁸⁴ Vgl. auch Hopt (1997), S.383.

⁶⁸⁵ Vgl. Hopt (1991), S.194.

lediglich durch reaktive Anpassungsprozesse an die Regelungen anderer, besonders wichtiger Jurisdiktionen (im Bezug auf Deutschland bzw. Europa beispielsweise diejenigen der USA) möglich ist. Zumindest auf europäischer Ebene ist eine Lösung dieses Anliegens auf dem Wege der einheitlichen Gesetzgebung leichter,⁶⁸⁶ jedoch besteht hier das Problem, dass eine einheitlichen Regelung wegen der Heterogenität der jeweiligen nationalen Jurisdiktionen in komplementären Regelungsbereichen, wie beispielsweise den gesellschaftsrechtlichen Vorfeldregelungen, Schwierigkeiten bereitet.⁶⁸⁷

Es sei hervorgehoben, dass das soeben dargestellte Regelungsproblem von der teilweise kritisierten⁶⁸⁸ Befürchtung zu unterscheiden ist, die in dem Verbot von Verteidigungsmaßnahmen die Gefahr eines Ausverkaufs der betroffenen Rechtsordnung zulasten öffentlicher Interessen und insbesondere der Arbeitnehmer sieht. Die hier vertretene Forderung nach der Schaffung eines *level playing field* stützt sich allein auf kapitalmarktrechtliche Funktionsgesichtspunkte.⁶⁸⁹

6.2.2.3 Stellungnahme

Die vorangegangenen Darstellungen machen deutliche, dass der Anlegerschutz für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts eine herausragende Rolle spielt. Das Regelungsproblem für die Verhaltenspflichten des Vorstands während Übernahmeverfahren besteht aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive in dem Dilemma, dass Verteidigungsmaßnahmen einerseits grundsätzlich geeignet sein können, Anleger-schutz zu gewährleisten, jedoch auf der anderen Seite sicher gestellt sein muss, dass diese nicht aus eigennützigen Motiven des Vorstands ergriffen werden. Kann kein funktionierender Kontroll- und Überwachungsmechanismus gefunden werden, so besteht die Gefahr, dass mit zunehmender Übertragung der Entscheidungskompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen auf den Vorstand, der Spielraum für ex-post opportunistisches Verhalten desselben wächst. Die hat zur Folge, dass das Vertrauen der Anleger in Stabilität und Integrität des Kapitalmarkts abnimmt und dessen Funktionsfähigkeit infolgedessen in Mitleidenschaft gezogen wird.

⁶⁸⁶ Vgl. zur gemeinschaftsrechtlichen Kompetenz aus Art. 3b EGV zur Regelung des Übernahmerechts auf europäischer Ebene *Hopt* (1997), S.379ff.

⁶⁸⁷ Vgl. *Hopt* (1991), S.193f.; *Kirchner* (2000b), S.1823; *Kirchner* (2002), S.58ff.; *Wackerbarth* (2001), S.1743; ausführlich hierzu Gliederungspunkt 6.3.2.2.2.

⁶⁸⁸ Vgl. *Wackerbarth* (2001), S.1746f.; so zu verstehen auch *Kirchner/Painter* (2000), S.385f.

⁶⁸⁹ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.256; *Hopt* (1997), S.375.

Darüberhinaus stellt die Internationalisierung der Kapitalmärkte kollisionsrechtliche Herausforderungen an die Regelung der Verhaltenspflichten. Das Anliegen, zum Schutz der Funktionsfähigkeit internationaler Kapitalmärkte ein *level playing field* zu schaffen, ist jedoch mit erheblichen regelungstechnischen Problemen verbunden.

6.3 Regelungsprobleme im Schnittfeld von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht

Nachfolgend wird der Regelungskomplex des Übernahmerechts zwischen dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und dem Kapitalmarktrecht verortet, um anschließend die Regelungsprobleme aufzuzeigen, die sich aus dem Spannungsverhältnis zwischen diesen beiden Rechtsgebieten ergeben.

6.3.1 Das Übernahmerecht zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht

Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht lassen sich zwar in vielen Regelungsbereiche klar abgrenzen und voneinander unterscheiden, doch sind sie auch in einigen Punkten - insbesondere in Bezug auf Unternehmensübernahmen – komplementär,⁶⁹⁰ und es bestehen zwischen beiden Rechtsgebieten maßgebliche Wechselwirkungen.⁶⁹¹ Diese Verzahnung von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht sowie die Ausprägungen der gegenseitigen Wechselwirkung sollen nachfolgend dargestellt werden.

6.3.1.1 Die Ausrichtung des Rechts der Publikumsgesellschaften auf den Kapitalmarkt

Es wurde bereits dargestellt, dass dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht neben der Aufgabe der Binnenorganisation zumindest bei Publikumsgesellschaften eine Kapitalsammelfunktion zukommt.⁶⁹² Bereits in der Gesetzesbegründung zum AktG 1965 betont der deutsche Gesetzgeber, die Aktiengesellschaft sei typischerweise das Sammelbecken der Kapitalbeiträge Vieler. Nur bei entsprechender Gestaltung des Aktienrechts werden private Eigentümer immer wieder bereit sein, ihr Kapital einer Aktiengesellschaft zur Verfügung zu stellen und auf diese Weise den Bestand und Fortschritt der auf privater Initiative beruhenden Wirtschaftsord-

⁶⁹⁰ Vgl. *Kirchner* (1999), S.481.

⁶⁹¹ Vgl. *Berding* (2002), S.1150. *Schmidt* (2002), S.15.

⁶⁹² Vgl. Gliederungspunkt 6.1.1.2.

nung gewährleisten.⁶⁹³ In jüngerer Zeit sah sich der Gesetzgeber angesichts der zunehmenden Außenfinanzierung deutscher Aktiengesellschaften über internationale Kapitalmärkte und dem damit einhergehenden Bedeutungszuwachs internationaler Investoren sowie des steigenden Wettbewerbs um knappes Risikokapital im Hinblick auf die Kapitalsammelfunktion dazu veranlasst, das Recht börsennotierter Unternehmen mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) diesen Entwicklungen anzupassen.⁶⁹⁴

Dieses Anliegen geht mit einer besonderen Akzentuierung der Stellung des Aktionärs als Anleger am Kapitalmarkt einher.⁶⁹⁵ Denn Publikumsgesellschaften vermögen nur dann Kapital langfristig und zu günstigen Konditionen an sich zu binden, wenn sie sich an den Bedürfnisse der Anleger am Kapitalmarkt ausrichten.⁶⁹⁶ Dabei gewinnen zugleich die Vermögensrechte der Aktionäre gegenüber den Herrschaftsrechten an Bedeutung.⁶⁹⁷ Der Kapitalanleger, der die Vor- und Nachteile verschiedener Anlagemöglichkeiten kalkuliert, soll durch die entsprechende Gestaltung der Aktionärsposition veranlasst werden, in das Unternehmen zu investieren und eine Aktionärsstellung zu übernehmen.⁶⁹⁸ An dieser Stelle ist wiederum der bereits im Rahmen der kapitalmarktrechtlichen Problemstellung angesprochene Vertrauensaspekt hervorzuheben. Auch hier gilt es, das Vertrauen des Anlegers auf dem Kapitalmarkt zu gewinnen. Allerdings steht hinter der Kapitalmarktorientierung des Aktienrechts ein anderes Ziel. Ging es aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive um das allgemeinere Ziel, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu gewährleisten, rückt aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive die Werbung um das Kapital der Kapitalmarktteilnehmer in den Vordergrund. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist in diesem Fall in erster Linie notwendige Voraussetzung für die erfolgreiche Werbung von Kapital und zugleich auch Reflex eines gestärkten Vertrauens der Anleger.

⁶⁹³ Vgl. Allgemeine Regierungsbegründung zum AktG 1965 bei *Kropff* (1965), S.14.

⁶⁹⁴ Vgl. Allgemeine Begründung zum KonTraG BT-DruckS.13/9712, S.11; *Mühle* (2002), S.149.

⁶⁹⁵ Vgl. grundlegend zu dem Kapitalanlegerschutz im Recht der Publikumsgesellschaft *Kirchner* (1985b), S.131ff.; *Mülbart* (1996), S.78ff.; ausführlich zu den Überschneidungen des Anlegerschutzes im Aktien- und Kapitalmarktrecht *Möllers* (1997), S.338ff.

⁶⁹⁶ Vgl. *Mühle* (2002), S.150.

⁶⁹⁷ Vgl. *Mülbart* (1996), S.98. Zu einzelnen den Kapitalanleger schützende Vorschriften im AktG Vgl. *Kübler/Assmann* (2006), S.460f.

⁶⁹⁸ Vgl. *Mülbart* (1996), S.66.

Dem Aktienrecht geht es folglich darum, die Anleger durch die Gewährleistung eines innergesellschaftlichen und damit verbandsrechtlichen Anlegerschutzes zur Investition zu bewegen.⁶⁹⁹ Wesentliche Voraussetzung hierfür ist, dass die Vermögensrechte des einzelnen Anlegers geschützt werden.⁷⁰⁰ Gleichzeitig erfährt das klassische Leitbild der Aktiengesellschaft vom unternehmerisch tätigen Aktionär, der aktiv Einfluss auf die Geschäfte des Unternehmens nimmt, eine Neubewertung.⁷⁰¹ Es sei jedoch bemerkt, dass hieraus nicht der voreilige Schluss gezogen werden darf, dass die mitgliedschaftlichen Mitwirkungs- und Kontrollrechte demgegenüber generell an Gewicht verlieren. Denn ansonsten würde zum einen die Eigenart zweckbestimmter Personenverbände, nämlich der freiwillige Zusammenschluss einer Personenmehrheit zur Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks,⁷⁰² und zum anderen die Tatsache verkannt werden, dass sich der Schutz der Vermögensrechte und die Gewährleistung einer effizienten Mitwirkung und Kontrolle der Aktionäre im Verband gegenseitig bedingen.⁷⁰³

Zusammenfassend kann also der zentrale Aspekt der Wechselwirkung zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht darin gesehen werden, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts für Aktiengesellschaften von vitaler Bedeutung ist. Infolge der Notwendigkeit für Aktiengesellschaften, Investoren auf dem Kapitalmarkt zu werben, unterliegt das Recht der Publikumsgesellschaften einem gewissen Anpassungsdruck an die Anforderungen und Entwicklungen eines modernen Kapitalmarkts. Diese Entwicklung führt zu einer stärkeren Akzentuierung des Schutzes der Vermögensrechte der Anleger in den, die Publikumsgesellschaft betreffenden unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen.⁷⁰⁴ Infolgedessen haben bestimmte Normen des Aktienrechts kapitalmarktrechtliche Wirkung und das Aktienrecht übernimmt zum Teil Aufgaben, die dem Kapitalmarktrecht obliegen.⁷⁰⁵

6.3.1.2 Der Markt für Unternehmenskontrolle und Corporate Governance

⁶⁹⁹ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.366; *Kirchner* (1985b), S.131f.

⁷⁰⁰ Vgl. *Mülbert* (1996), S.66.

⁷⁰¹ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.306; *Mühle* (2002), S.150f.

⁷⁰² Vgl. auch *Mülbert* (1996), S.151.

⁷⁰³ Vgl. *Grundmann* (2006), S.98 m.w.N.

⁷⁰⁴ Kritisch zu dieser Neuausrichtung des Aktienrechts *Kübler/Assmann* (2006), S.173f.

⁷⁰⁵ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.373ff.; *Berding* (2002), S.1150; *Hopt* (1977), S.432; *Nippgen* (2005), S.10.

Wie bereits festgesetzt wurde, kann der Markt für Unternehmenskontrolle eine disziplinierende Funktion für die verbandsinterne Corporate Governance erfüllen.⁷⁰⁶ Die Gefahr der Übernahme eines ineffizient arbeitenden Unternehmens und die hohe Wahrscheinlichkeit des damit verbundenen Verlusts der Leitungspostionen der Mitglieder des Managements dienen als Anreiz zur Steigerung des Unternehmenswertes. Damit wird der Markt für Unternehmenskontrolle zu einem Anreiz- und Sanktionsmechanismus, der neben die unternehmens- und gesellschaftsrechtlich ausgestalteten Kontrollmechanismen tritt.⁷⁰⁷ Diese Kontrollfunktion des Kapitalmarkts und die damit einhergehende Komplementarität von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht wurden auch vom Gesetzgeber in der Begründung des KonTraG ausdrücklich anerkannt.⁷⁰⁸

Zu Wechselwirkungen zwischen beiden Regelungsmaterien kommt es dadurch, dass die Funktion des Markts für Unternehmenskontrolle als externer Kontrollmechanismus für die verbandsinterne Corporate Governance, neben der Allokationsfunktion, als wesentliches Argument für die transaktionsfreundliche Regulierung des Markts für Unternehmenskontrolle herangezogen wird.⁷⁰⁹ Damit strahlen unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Anliegen auf zentrale Erwägungen zum Übernahmerecht aus und müssen in die Gestaltung eines Übernahmerechts mit einfließen.

6.3.1.3 Die Bedeutung verbandsrechtlicher Vorschriften für die Regulierung öffentlicher Unternehmensübernahmen

Wechselwirkungen zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht ergeben sich auch daraus, dass verbandsrechtliche Vorschriften Einfluss auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts haben. So kann die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts nicht allein durch die Schaffung marktlicher Interaktionsvoraussetzungen gewährleistet werden, sondern wird auch durch institutionelle Gegebenheiten beeinflusst.⁷¹⁰ Hierbei handelt es sich zu einem erheblichen Teil um solche institutionellen Faktoren, die dem, die Innen- und Außenbeziehungen eines Unternehmens regelnden Verbandsrecht zuzuordnen sind.⁷¹¹ Für

⁷⁰⁶ Vgl. Gliederungspunkt 3.2.1.

⁷⁰⁷ Vgl. *Kirchner* (1999), S.481.

⁷⁰⁸ Vgl. Allgemeine Begründung zum KonTraG BT-DruckS.13/9712, S.11.

⁷⁰⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.38; *Dimke/Heiser* (2001), S.242; *Grundmann* (2006), S.84; *Mühle* (2002), S.110; *Wackerbarth* (2001), S.1743 m.w.N.

⁷¹⁰ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.365ff.

⁷¹¹ Vgl. *GroKoAktG-Assmann*, Einl. Rn.366.

die Regulierung von öffentlichen Unternehmensübernahmen sind insbesondere die genuin dem Verbandrecht zufallenden Regeln hinsichtlich der Kompetenzen (inklusive den Verfahren zu deren Wahrnehmung) und Pflichten der Organe von Bedeutung.⁷¹² Die verbandsrechtliche Berücksichtigung der Eigentümerposition der Aktionäre fördert das Ziel des Funktionsschutzes, indem es das Vertrauen der Anleger stärkt.⁷¹³ Auch in diesem Punkt sind das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und das Kapitalmarktrecht als komplementäre Rechtsmaterien zu verstehen.⁷¹⁴

6.3.2 Die Regelungsprobleme

Grundsätzlich unterfällt die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands während öffentlicher Unternehmensübernahmen seinem Gegenstandsbereich nach dem unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungskreis.⁷¹⁵ Ist die Pflichtenstellung des Managements unternehmens- und gesellschaftsrechtlich definiert, kann es zu Konflikten zwischen dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und dem Kapitalmarktrecht kommen, wenn diese Pflichtenstellung für den Fall des Vorliegens eines öffentlichen Übernahmeangebots durch Übernahmerecht als spezieller Regelungsmaterie modifiziert oder geändert werden soll.⁷¹⁶

In Anbetracht der Zielkonflikte zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht spielt die Frage des Vorrangs einer Rechtsmaterie gegenüber der anderen eine erhebliche Rolle. Ein sich an kapitalmarktrechtlichen Grundsätzen orientierendes nationales Übernahmerecht würde das nationale Unternehmens- und Gesellschaftsrecht als speziellere Materie überlagern, soweit es um die Verhaltenspflichten des Managements des Zielunternehmens in Bezug auf Verteidigungsmaßnahmen geht. Gleiches gilt für den Fall, dass sowohl das Übernahmerecht als auch die betroffenen Regelungen des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts umgesetztes EG-Richtlinienrecht wären. Beruht allein das Übernahmerecht auf umgesetztem EG-Richtlinienrecht, so würde es Anwendungsvorrang gegenüber dem möglicherweise konfligierenden nationalen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht genießen.⁷¹⁷

⁷¹² Vgl. *Berding* (2002), S.1150; *Fleischer* (2002a), S.547; *Hopt* (1977), S.432.

⁷¹³ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.1.

⁷¹⁴ Vgl. *Kirchner* (1999), S.481.

⁷¹⁵ Vgl. *Körner* (2001), S.369.

⁷¹⁶ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.242; *Mülbert* (1997), S.129ff.; *Kirchner* (1999), S.481f.

⁷¹⁷ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823.

Soll die Regulierung der Verhaltenspflichten durch übernahmerechtliche Vorschriften erfolgen, so müssen sich diese auch mit dem Problem des Versagens der herkömmlichen verbandsrechtlichen Regularien im Übernahmeverfahren auseinandersetzen. Eine entsprechende übernahmerechtliche Regelung zu den Verhaltenspflichten des Managements während des Übernahmeverfahrens wird folglich, ausgenommen den Fall der höchst unwahrscheinlichen Rückkehr zu einem freiwilligen Übernahmekodex, dazu führen, dass die unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen von übernahmerechtlichen in einem gewissen Umfang im Wege der Spezialität bzw. des Anwendungsvorrangs verdrängt werden. Mit den sich hieraus ergebenden Zielkonflikten und den damit einhergehenden Regelungsproblemen auf nationaler und europäischer Ebene befassen sich die nachfolgenden Ausführungen.

6.3.2.1 Die Zielkonflikte im Hinblick auf die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands

Wegen der unterschiedlichen Zielsetzungen und Grundsätze des Unternehmens- und Gesellschaftsrecht auf der einen und dem Kapitalmarktrechts auf der anderen Seite, kann es im Hinblick auf die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens zu Friktionen kommen.⁷¹⁸ Das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht verfolgt vornehmlich das Ziel, durch eine entsprechende Binnenorganisation die an dem Unternehmen beteiligten Akteure zu schützen und deren zum Teil konfligierende Interessen in einen Ausgleich zu bringen.⁷¹⁹ Dem Kapitalmarktrecht geht es hingegen um die Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit eines allokatationseffizienten Kapitalmarkts. Dabei stehen die Interessen der Anleger am Kapitalmarkt im Vordergrund.⁷²⁰

Zielkonflikte ergeben sich vor diesem Hintergrund sowohl im Verhältnis zwischen Aktionärsschutz und Anlegerschutz als auch im Zusammenhang mit den Aktionärs- und Anlegerinteressen auf der einen und den Interessen der übrigen Stakeholder auf der anderen Seite. Da eine sich an kapitalmarktrechtlichen Grundsätzen orientierende übernahmerechtliche Regelung zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht im Wege der Spezialität bzw. des Anwendungsvorrangs verdrängt, werden auch die unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Zielsetzungen dem Oberziel der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, in Bezug auf die

⁷¹⁸ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823.

⁷¹⁹ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.1.3.

⁷²⁰ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.1.

Berücksichtigung anderer Fremdinteressen, weichen müssen, soweit keine Zielidentität beider Rechtsmaterien besteht.⁷²¹

6.3.2.1.1 Exit und Voice oder der Konflikt zwischen Anlegerschutz und Aktionärsschutz

6.3.2.1.1.1 Grundlegende Ausführungen

Der Konflikt zwischen Anlegerschutz und Aktionärsschutz beginnt auf der Ebene des jeweiligen Schutzobjektes. Für den Anleger steht der Schutz bzw. die Aussicht auf den Schutz seiner durch die Vermögensrechte vermittelte Vermögensposition im Unternehmen im Vordergrund.⁷²² Für den Aktionär, in seiner Stellung als Verbandsmitglied, liegt die Priorität indes auf der in seinem Stimmrecht verkörperten Möglichkeit zur Mitwirkung an der verbandlichen, auf die Verfolgung des gemeinsamen Zwecks ausgerichteten Willensbildung. Abzusichern ist daher in erster Linie das Stimmrecht als das wichtigste Mitwirkungsrecht. Dabei geht es nicht allein darum, Eingriffe in die Gesellschafterstellung zu vermeiden, mit denen das bestehende Stimmrecht beeinträchtigt wird. Vielmehr sind auch Vorkehrungen dahingehend zu treffen, dass der einzelne Aktionär eine stabile Mehrheitsposition aufbauen kann. Dafür muss die Funktion des demokratischen Willensbildungsprozesses abgesichert und das Problem der Kollektiventscheidung überwunden werden.⁷²³

Im Rahmen von Übernahmeverfahren finden die Vermögensrechte und Stimmrechte in zwei Instrumentarien des innergesellschaftlichen Gesellschafterschutzes, nämlich dem Austrittsrecht (auch Abwanderung oder *exit*) und der Abstimmungsteilhabe (auch Widerspruch oder *voice*) ihre Entsprechung.⁷²⁴ Durch beide Institutionen wird dem Aktionär und Anleger eine Möglichkeit an die Hand gegeben, seine Interessen gegenüber dem Management des Unternehmens wahrzunehmen und auf eine Nichterfüllung seiner Erwartungen zu reagieren.⁷²⁵ So kann er entweder mithilfe seines Stimmrechts versuchen, auf das Verhalten des Manage-

⁷²¹ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823.

⁷²² Vgl. *Mülbert* (1996), S.149.

⁷²³ Vgl. *Mülbert* (1996), S.149f.; zu den Schwächen des Aktionärsstimmrechts Gliederungspunkt 7.2.2.

⁷²⁴ Vgl. grundlegend *Hirschmann* (1970).

⁷²⁵ Vgl. *Kalss* (2001), S.320; *Ruffner* (2000), S.358.

ments einzuwirken, oder seine Anteile veräußern und das Unternehmen verlassen.⁷²⁶

Die Abstimmungsteilhabe kann in erster Linie als Mittel verstanden werden, das die Aktionäre gegen ein, ihren Interessen zuwiderlaufendes Handeln der Geschäftsführung schützt.⁷²⁷ Die Abstimmungsteilhabe ist damit grundsätzlich auch geeignet, das Handeln der Geschäftsführung im Übernahmeprozess zu kontrollieren bzw. zu bestimmen. Aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive kann durch die Abstimmungsteilhabe gewährleistet werden, dass die Aktionäre, die sich zur Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks zusammengeschlossen haben, die Chance erhalten, in dem Verband zu verbleiben und an der Verfolgung des Zwecks, der häufig in der Gewinnmaximierung besteht, mitzuwirken. In der Abstimmungsteilhabe können die unterschiedlichen Interessen der Aktionäre aufgehen, egal, ob sie auf unternehmerische Teilhabe oder auf Vermögensgesichtspunkte gerichtet sind. Verbandsrechtlich betrachtet berücksichtigt dieses Schutzinstrument die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre umfassend. Deshalb ist die Rechtmäßigkeit des Abstimmungsverhaltens aus der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Perspektive an dem Aspekt der Verwirklichung des Verbandszwecks zu messen. Aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive lässt sich indes ein überindividueller Abstimmungsmaßstab in Gestalt des Verbandszwecks angesichts der prinzipiellen Gleichwertigkeit aller individuellen Anlegerinteressen nicht bestimmen. Vielmehr ist der Anlegerschutz bei Mehrheitsentscheidungen unter den kapitalmarktrechtlichen Funktionskriterien zu beurteilen.⁷²⁸

Das Austrittsrecht beschreibt die Möglichkeit, sich von dem Unternehmen zu lösen ohne dabei den gesamten Verband auflösen zu müssen.⁷²⁹ Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht ist das Austrittsrecht die Voraussetzung für die allokativen Effizienz des Kapitalmarkts, da es ermöglicht, dass Anleger sich von einer Anlageform zugunsten einer, aus ihrer Sicht rentableren, lösen und damit entsprechend ihrer individuellen Präferenzen entscheiden können.⁷³⁰ Das Austrittsrecht ist eine Institution, durch die dem Anleger die Freiheit eingeräumt wird, sein Kapital entsprechend seiner Vermögensinteressen am Kapitalmarkt zu investieren. Aus der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Perspektive des Aktionärs bildet das

⁷²⁶ Vgl. *Birke* (2006), S.25; *Ruffner* (2000), S.358.

⁷²⁷ Vgl. *Birke* (2006), S.25; *Mülbert* (1996), S.150.

⁷²⁸ Vgl. *Mülbert* (1996), S.150.

⁷²⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.33; *Kalss* (2001), S.451.

⁷³⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.33.

Austrittsrecht indes eher die Ultima Ratio für den Fall, dass die Abstimmungsteilhabe seine mitgliedschaftliche Rechtsstellung nicht mehr zu schützen vermag.⁷³¹

Für den Aktionär bildet die Abstimmungsteilhabe folglich das Instrument zur unternehmerischen Mitwirkung und der Absicherung seiner Stellung im Verband. Das Austrittsrecht gewinnt für den Aktionär dann an Bedeutung, wenn er seine Mitgliedschaft beenden will. Aus der Aktionärsperspektive kann demnach von einem hierarchischen Verhältnis beider Handlungsebenen gesprochen werden, wobei sich die beiden Instrumentarien keineswegs gegenseitig ausschließen, sondern sich vielmehr ergänzen sollten.⁷³²

Den Anleger versetzen die beiden Handlungsebenen in die Lage, seine Investitionsentscheidung an seiner wechselnden Nutzenerwartung und Risikobereitschaft zu messen und modifizierten Präferenzen anzupassen.⁷³³ Für den Anleger sind beide Handlungsebenen somit grundsätzlich gleichwertig. Hinzu kommt, dass sich die Vor- und Nachteile von Abstimmungsteilhabe und Austrittsrecht, je nach Aktionärs- und Anlegertyp hinsichtlich dessen Beteiligungsumfangs und dessen Investitionsstrategie, verschieden darstellen.⁷³⁴ Für Kleinanleger kann die Abstimmungsteilhabe mit hohen Informationskosten verbunden sein und durch Probleme der Kollektiventscheidung erschwert werden.⁷³⁵ Das Austrittsrecht kann für die Inhaber größerer Beteiligungen problematisch sein, wenn keine ausreichende Liquidität der Sekundärmärkte besteht.⁷³⁶

Aus diesen Darstellungen wird deutlich, dass sich mit dem Austrittsrecht und der Abstimmungsteilhabe zwei unterschiedliche Zielsetzungen verbinden, ja nachdem, ob es um den Anlegerschutz oder den Schutz der Verbandsmitgliedschaft geht.⁷³⁷ Diese Feststellung gewinnt für das Regelungsproblem der Verhaltenspflichten des Vorstands dort an Bedeutung, wo es um die Frage geht, ob die Aktionäre des Zielunternehmens Einfluss darauf nehmen sollten, wie der Vorstand im Hinblick auf mögliche Abwehrstrategien handelt.

⁷³¹ Vgl. Mülbert (1996), S.150.

⁷³² Vgl. Grundmann (2007), S.98.

⁷³³ Vgl. Birke (2006), S.25; Kalss (2001), S.20.

⁷³⁴ Vgl. Birke (2006), S.40; Grundmann (2006), S.98.

⁷³⁵ Vgl. Gliederungspunkt 7.2.2.

⁷³⁶ Vgl. Birke (2006), S.40.

⁷³⁷ Vgl. Mülbert (1996), S.150.

6.3.2.1.1.2 Die unterschiedlichen Perspektiven

Sollen aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive allein die Vermögensrechte der Anleger geschützt werden, so haben die Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens zu gewährleisten, dass der Anleger den für sich größten finanziellen Vorteil aus dem Angebot ziehen kann, wobei es zweitrangig ist, ob damit der Verbleib in dem Unternehmen verbunden ist oder nicht. Verteidigungsmaßnahmen, die regelungstechnisch im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht bewegen, können dabei nur ein Instrument unter mehreren zur Verfügung stehenden sein, die zur Realisierung finanzieller Vorteile beitragen. Auch rein kapitalmarktrechtliche Instrumente, wie die Pflicht zu Abgabe eines Angebots an alle Aktionäre (sogenanntes Pflichtangebot) und Mindestpreisregelungen sind geeignet, die Vermögensinteressen der Anleger zu schützen. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht müssen dann die Kosten unterschiedlicher Modelle zum Schutz der Vermögensinteressen der Anleger im Übernahmeverfahren gegen den daraus zu erwartenden Nutzen abgewogen werden. Besteht die Möglichkeit, sich zu günstigeren Bedingungen von den Anteilen zu lösen, so wird die Einflussnahme auf den Vorstand hinsichtlich möglicher Abwehrstrategien weniger attraktiv.⁷³⁸ Gleichbehandlungsgesichtspunkte werden bei einer solchen Kosten-Nutzen-Abwägung unter Funktionsgesichtspunkten regelmäßig nicht berücksichtigt. So wird teilweise argumentiert, eine Ungleichbehandlung zulasten der Aktionärsminorität könne stimulierend auf effizienzsteigernde Unternehmensübernahmen wirken und die Allokationsfunktion des Markts stärken.⁷³⁹ Sind die zu erwartenden Allokationsgewinne größer als die Verluste, die aus der Verletzung des Anlegervertrauens zu erwarten sind, so stünden auch Gleichbehandlungsgesichtspunkte und der damit einhergehende Minoritätenschutz zur Disposition. Es wäre also aus kapitalmarktrechtlicher Sicht grundsätzlich möglich, den Gesichtspunkt der Abstimmungsteilhabe im Rahmen von Übernahmeprozessen auszuklammern, soweit dies unter kostengesichtspunkten als geboten erscheint.⁷⁴⁰ Dies ist allerdings im Hinblick auf die negativen Auswirkungen, die die Gefahr einer Ungleichbehandlung auf das Vertrauen der Anleger haben kann, regelmäßig nicht anzunehmen.

Aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Sicht ist eine solche Verschiebung zugunsten des Austrittsrechts unter dem Kriterium des Funktionsschutzes

⁷³⁸ Vgl. *Ruffner* (2000), S.358.

⁷³⁹ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1981), S.1161ff.; *Easterbrook/Fischel* (1991), S.698ff.; *Manne* (1965), S.110ff.; hierzu auch *Dimke/Heiser* (2001), S.253.

⁷⁴⁰ Vgl. in diesem Sinne ausführlich *Birke* (2006), S.249.

schwieriger zu begründen.⁷⁴¹ Denn damit würde die Eigenart zweckbestimmter Personenverbände, nämlich der freiwillige Zusammenschluss einer Personenvielfachheit in Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks, ebenso verkannt, wie die daraus abzuleitende Folgerung des Gesellschafterschutzes und des Gebots der Gleichbehandlung.⁷⁴² Daneben kommt der Abstimmungsteilhabe auch eine wesentliche Funktion für die verbandsinterne Kapitalallokation zu.⁷⁴³ Hierzu wurde bereits ausgeführt, dass ein Übernahmeangebot das amtierende Management zur Realisierung bisher unerkannt gebliebener Gewinnchancen bewegen kann.⁷⁴⁴ Schließlich kann die Stärkung der Stellung langfristiger Investoren durch die Möglichkeit, Einfluss auf das Übernahmeverfahren zu nehmen, Anreizstrukturen der Anleger und des Managements in Richtung einer langfristig ausgerichteten Anlage- und Unternehmensstrategie schaffen und damit die Kosten langfristiger Arbitragen senken, was einem modernen Verständnis des Unternehmensinteresses entspricht.⁷⁴⁵ Auch wenn sich rechtliche Regelungen bezüglich der beiden Varianten nicht notwendig neutral verhalten müssen,⁷⁴⁶ ist eine wie auch immer geartete Einbeziehung der Abstimmungsteilhabe in die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive grundsätzlich begrüßenswert.

Zusammenfassend zeigt sich also, dass sich aus den dargestellten Zielkonflikten wertungsbedingte Probleme hinsichtlich der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens ergeben. Denn die Regulierung der Verhaltenspflichten berührt beide Regelungsmaterien und je nach eingenommener Perspektive treten unterschiedliche Wertungen in den Vordergrund. Hinsichtlich der Regulierung der Verhaltenspflichten sind diese unterschiedlichen Perspektiven in Einklang zu bringen.

6.3.2.1.2 Die Berücksichtigung anderer Fremdinteressen

Am deutlichsten tritt der Zielkonflikt zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht im Zusammenhang mit der Frage hervor, inwieweit Interessen von anderen Personengruppen als den Aktionären bzw. Anlegern zu berücksichtigen sind. Folgt man dem hier vertretenen umfassenden Verständnis

⁷⁴¹ Vgl. *Mülbert* (1996), S.151; grundlegend hierzu auch *Schwark* (1976), S.275.

⁷⁴² Vgl. *Mülbert* (1996), S.151.

⁷⁴³ Vgl. *Ruffner* (2000), S.358.

⁷⁴⁴ Vgl. Gliederungspunkte 4.1.3 und 7.1.2.1.

⁷⁴⁵ Vgl. *Ruffner* (2000), S.425ff.

⁷⁴⁶ Vgl. *Ruffner* (2000), S.358.

des Unternehmensinteresses, nachdem das Management grundsätzlich nicht allein den Shareholderinteressen verpflichtet ist, so müssen die Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Managements während Übernahmeverfahren zumindest aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive auch anderen Fremdinteressen Rechnung tragen. Denn Unternehmensübernahmen berühren nicht allein die Interessen der am Kapitalmarkt agierenden Investoren und der Aktionäre, sondern ebenso die Interessen anderer, an den agierenden Unternehmen beteiligter Interessengruppen.⁷⁴⁷ Wenn ein umfassendes Übernahmerecht, das kapitalmarktrechtlichen Zielsetzungen entsprechen soll, Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Managements trifft, so wird es sich zu diesem Sachverhalt positionieren müssen.⁷⁴⁸ Dabei müssen die unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätze nicht prinzipiell in dem zu gestaltenden Übernahmerecht aufgehen, es ist vielmehr auch vorstellbar, dass ein Übernahmerecht unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Regelungen im Wege der Spezialität überlagert und aussetzt.⁷⁴⁹

Inwieweit die Interessen andere Stakeholder als den Aktionären von kapitalmarktrechtlichen Regelungen zu berücksichtigen sind, ist im Kapitalmarktrecht nicht allgemein geregelt. Jedenfalls ist die Berücksichtigung von Interessen anderer Stakeholder kapitalmarktrechtlichen Vorschriften nicht prinzipiell fremd. So stehen beispielsweise die Interessen aktueller und potentieller Aktionäre im Recht der Unternehmensrechnungslegung im Vordergrund, jedoch finden auch die Interessen von Fremdkapitalgebern Beachtung.⁷⁵⁰

Das Regelungsproblem stellt sich demnach dergestalt dar, dass die Verhaltenspflichten des Vorstands aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive auf jeden Fall die Interessen andere Stakeholder zu berücksichtigen hätten. Aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive ist die Berücksichtigung dieser Interessen keineswegs zwingend.

6.3.2.2 Der zeitlich begrenzte Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen

⁷⁴⁷ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.242, sowie Gliederungspunkt 4; auf die Interessen der, an einem Bieterunternehmen beteiligten Akteure, wird vorliegend jedoch nicht eingegangen.

⁷⁴⁸ Vgl. *Dimke/Heiser* (2001), S.242.

⁷⁴⁹ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1823; ausführlich hierzu im folgenden Abschnitt unter Gliederungspunkt 6.3.2.2.

⁷⁵⁰ Vgl. *Kirchner* (2002), S.52.

Unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Regeln werden im Falle eines positiven Übernahmerechts im Umfang dessen Geltungsbereichs im Wege des Anwendungsvorrangs oder der Spezialität verdrängt. Regelungen, die das Verhalten des Managements während des Übernahmeverfahrens betreffen, werden naturgemäß mit der Abgabe bzw. dem Bekanntwerden des Übernahmeangebots ihre Wirkung entfalten. Demzufolge gilt bis zu diesem Zeitpunkt die unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Pflichtenlage, ab diesem Zeitpunkt die übernahmerechtliche Regelung. Konflikte können dann im Verhältnis der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots und den diese nach Veröffentlichung suspendierenden übernahmerechtlichen Regelungen entstehen.

6.3.2.2.1 Gefahr der Privilegierung bestimmter Formen der Unternehmenskonzentration

Bei Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während öffentlicher Übernahmeverfahren muss berücksichtigt werden, dass bestimmte Formen der Unternehmenskonzentration, nicht gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration privilegiert werden dürfen.⁷⁵¹ Diese Gefahr wird besonders deutlich durch eine Gegenüberstellung „freundlicher“ und „feindlicher“ Übernahmeszenarien. Im Fall der „freundlichen“ Unternehmensübernahme, der Verhandlungen zwischen dem Bieter und dem Vorstand des Zielunternehmens vorausgegangen sind, ist der Vorstand des Zielunternehmens nach deutschem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht verpflichtet, das Unternehmensinteresse zu wahren. Durch die Verhandlungen fließen alle von dem Unternehmensinteresse umfassten Einzelinteressen der verschiedenen Stakeholder in den Übernahmeprozess mit ein.⁷⁵² Im Falle einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands des Zielunternehmens während eines „feindlichen“ Übernahmeverfahrens könnten die Interessen der Stakeholder indes nicht berücksichtigt werden.⁷⁵³ Die gleichen Erwägungen lassen sich auf den Fall einer Fusion übertragen, bei der ebenfalls Verhandlungen zwischen den beiden fusionierenden Unternehmen unter Berücksichtigung des Unternehmensinteresses stattfinden.⁷⁵⁴ Werden gleiche Verhaltenspflichten für öffentliche Übernahmeangebote, von denen sowohl „freundliche“ als auch „feindliche“ Unternehmensübernahmen umfasst sind, installiert, so ist immer noch eine Privilegierung der öffentlichen Unternehmens-

⁷⁵¹ Vgl. *Coppik* (2007), S.238; *Kirchner* (1999), S.484; *Kirchner* (2000a), S.109; *Schneider/Burgard* (2001), S.963ff.; *Wiese/Demisch* (2001), S.850; *Witt* (2000), S.2165.

⁷⁵² Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.356 und S.385f.

⁷⁵³ Vgl. *Kirchner* (1999), S.486; *Schneider/Burgard* (2001), S.965.

⁷⁵⁴ Vgl. *Kirchner* (1999), S.484.

übernahme gegenüber anderen Konzentrationsformen zu befürchten, solange die Verhaltenspflichten nicht die grundsätzliche Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse berücksichtigen.

Ähnlich stellt sich die Situation dar, wenn die Entscheidungskompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen bei öffentlichen Unternehmensübernahmen ausschließlich der Hauptversammlung oder den einzelnen Aktionären außerhalb ihrer Stellung als Mitglieder der Hauptversammlung übertragen wird. Denn weder die Hauptversammlung noch die einzelnen Aktionäre sind dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Damit würden die Interessen der übrigen Stakeholder bei der Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen keine Berücksichtigung finden.⁷⁵⁵

Eine Regelung zu den Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens während des Übernahmeverfahrens müsste folglich gewährleisten, dass das Unternehmensinteresse bei allen Formen der Unternehmenskonzentration in gleicher Weise berücksichtigt bzw. unberücksichtigt bleibt. Ansonsten bestünde ein Anreiz für die Leitungsorgane eines Bieterunternehmens, und für den Fall, dass die Leitungsorgane des Zielunternehmens dem Konzentrationsprozess nicht ablehnend gegenüberstehen, auch auf für diese, eine öffentliche Übernahme anzustreben, um zu vermeiden, dass der Kontrollerwerb durch die Berücksichtigung der Stakeholderinteressen verteuert wird.⁷⁵⁶

Die Privilegierung einer bestimmten Form der Unternehmenskonzentration könnte zu Marktverzerrungen und Marktversagen führen, da Unternehmensübernahmen nicht mehr nur aus dem Anreiz zu einer verbesserten Ressourcenallokation, sondern aus der Motivation, das Ungleichgewicht zulasten der Stakeholder des Zielunternehmens auszunutzen, stattfänden.⁷⁵⁷ Aus rechtlicher Sicht stellt sich vor diesem Hintergrund auf nationaler wie auf europäischer Ebene die Frage, inwieweit das Übernahmerecht als *lex specialis* Ausnahmen von der unternehmens- und gesellschaftsrechtlich begründeten Pflichtenstellung des Vorstands machen kann und soll.⁷⁵⁸

6.3.2.2.2 Friktionen des Übernahmerechts mit Vorfeldmaßnahmen

⁷⁵⁵ Vgl. *Kirchner* (1999), S.488.

⁷⁵⁶ Vgl. *Kirchner* (2000a), S.109; kritisch hierzu *Nippgen* (2005), S.116ff.

⁷⁵⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.238; *Kirchner* (1999), S.487; *Wiese/Demisch01*, S.850.

⁷⁵⁸ Vgl. *Kirchner* (1999), S.485.

Greift das Übernahmerecht grundsätzlich nur während der Laufzeit des öffentlichen Übernahmeverfahrens, so gelten entsprechende übernahmerechtliche Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands ebenfalls nur für diesen Zeitraum. Im Vorfeld des Übernahmeverfahrens werden nicht nur die Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens, sondern auch die Beziehung zwischen dem Vorstand und den Aktionären, sowie die Rechte der Aktionäre selbst durch unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Vorschriften geregelt.⁷⁵⁹ Das hat zur Folge, dass die Aktionäre den Vorstand durch Ermächtigungsbeschlüsse zu einer Kapitalerhöhung ermächtigen können oder je nach nationaler Rechtsordnung Beschränkungen von Aktionärsstimmrechten, Höchst- und Mehrstimmrechte sowie besonderen Aktien, die an bestimmte Vetorechte geknüpft sind, zulässig sein können.⁷⁶⁰ Aufgrund dieser Vorfeldregelungen besteht nun die Gefahr, dass die Chancen potentieller Bieter auf eine erfolgreiche Übernahme negativ beeinflusst werden. Potentielle Bieter werden diese Gefahr antizipieren, was dazu führen kann, dass sie davon absehen werden, überhaupt ein Übernahmeangebot abzugeben.⁷⁶¹ Das hätte wiederum eine Beeinträchtigung der Aktivität auf dem nationalen und europäischen Markt für Unternehmenskontrolle und der damit verbundenen positiven Effekte zur Folge, soweit alloktionseffiziente Übernahmen betroffen sind.

Speziell im Hinblick auf eine europäische Regulierung von öffentlichen Unternehmensübernahmen ist die Gefahr hervorzuheben, dass aufgrund der unterschiedlichen nationalen Vorfeldregelungen eine Harmonisierung des europäischen Binnenmarkts und die Schaffung eines *level playing field* schwerwiegenden Problemen gegenüberstehen.⁷⁶² Werden die heterogenen nationalen Vorfeldregelungen nicht entsprechend geändert (was in der Praxis kaum möglich sein wird), wirken identische Übernahmeregeln in den einzelnen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union sehr verschieden,⁷⁶³ und es käme zu einer Aufspaltung des europäischen Binnenmarkts in unterschiedliche Teilmärkte mit unterschiedlichen Hindernissen für Übernahmen.⁷⁶⁴ Besonders deutlich wird dieses Problem anhand des Beispiels der *golden shares* auf dem europäischen Binnenmarkt. Einige Europäische Staa-

⁷⁵⁹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.53.

⁷⁶⁰ Vgl. *Kirchner* (2002), S.53; *Körner* (2001), S.370; explizit Bezug nehmend auf *golden shares* *Wackerbarth* (2001), S.1747f.

⁷⁶¹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.54.

⁷⁶² Vgl. *Adolff* (2002), Ziff.3 und Ziff.19; *Kirchner* (2002), S.54; *Kirchner/Painter* (2002), S.461; *Wackerbarth* (2001), S.1743.

⁷⁶³ Vgl. *Kirchner* (2002), S.54.

⁷⁶⁴ Vgl. *Wackerbarth* (2001), S.1743.

ten, wie beispielsweise Frankreich, Belgien und Portugal, erlauben *golden shares*, die häufig im Anschluss an die Privatisierung eines Unternehmens vom Staat gehalten werden, um sich regelmäßig durch Höchst- oder Mehrstimmrechte eine maßgeblicher Stimmmehrheit durch Kontroll- oder zumindest Vetomacht in dem entsprechenden Unternehmen zu erhalten.⁷⁶⁵ In zahlreichen Entscheidungen des EuGH seit dem Jahr 2002 wurde die Unzulässigkeit staatlicher *golden shares*, insbesondere wegen der Unbestimmtheit über die zulässigen Rechtfertigungsgründe für deren Aufrechterhaltung und Verstößen gegen die Kapitalverkehrsfreiheit aus Art. 56 EGV und die Niederlassungsfreiheit aus Art. 43 EGV, festgestellt.⁷⁶⁶ Dennoch existieren *golden shares* als übliche Vorfeldmaßnahmen zur Abwehr öffentlicher Unternehmensübernahmen weiter.⁷⁶⁷ Das Problem der *golden shares* besteht darin, dass die Unternehmen, die durch sie geschützt sind, als potentielle Zielunternehmen aus dem Markt für Unternehmenskontrolle ausscheiden, da nicht zu erwarten ist, dass maßgebliche Mehrheitspakete in öffentlichen Übernahmeverfahren gehandelt werden, sie andererseits jedoch nachwievor als Bieterunternehmen agieren können.⁷⁶⁸ Unternehmen, die einer nationalen Jurisdiktion unterstehen, die *golden shares* nicht vorsieht, befinden sich damit in einem wettbewerblichen Nachteil gegenüber Unternehmen deren Jurisdiktion *golden shares* zulässt.⁷⁶⁹ Es muss allerdings beachtet werden, dass das Problem der *golden shares* regelmäßig nur bestimmte Sektoren wie beispielsweise den Telekommunikations- oder Energiesektor betrifft.⁷⁷⁰ Dennoch werden übernahmerechtliche Regelungen eine Antwort darauf finden müssen, wie dem Problem der heterogenen Vorfeldmaßnahmen begegnet werden kann.

6.3.2.3 Stellungnahme

⁷⁶⁵ Vgl. *Kirchner/Painter* (2002), S.461; hierzu auch *Adams* (1990a), S.63ff.; *Hopt* (2007), S.257ff.; *Käseberg/Kuhn* (2007), S.65ff.

⁷⁶⁶ Vgl. EuGH vom 4. Juni 2002 (RS.C-367/98) -Portugal-, Slg. 2002, S.I-4731; EuGH vom 4. Juni 2002 (RS.C-483/99) -Frankreich-, Slg. 2002, S.I-4781; EuGH vom 4. Juni 2002 (RS.C-503/99) - Belgien-, Slg. 2002, S.I-4809; EuGH vom 13. Mai 2003 (RS.C-463/00) -Spanien-, Slg. 2003, S.I-4581; EuGH vom 13. Mai 2003 (RS.C-98/01) -Großbritannien-, Slg. 2003, S.I-4641; EuGH vom 2. Juni 2005 (RS.C-174/04) -Italien; EuGH vom 28. September 2006 (RS.C-282/04, C-283/04) -Niederlande; EuGH vom 23. Oktober 2007 (RS.C-112/05) - Volkswagen-Gesetz; EuGH vom 3. Dezember 2007 (RS.C-463/04, C-464/04) - Federconsumatori u.a.

⁷⁶⁷ Vgl. *Kerber* (2008), S.9ff.

⁷⁶⁸ Vgl. *Adolff* (2002), Ziff.19; *Kirchner/Painter* (2002), S.461.

⁷⁶⁹ Vgl. *Kirchner/Painter* (2002), S.461.

⁷⁷⁰ Vgl. *Wackerbarth* (2001), S.1747.

Werden die Verhaltenspflichten des Vorstands während Übernahmeverfahren durch übernahmerechtliche Vorschriften geregelt, so befinden sich diese Regelungen im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht. In diesem Zusammenhang sind zwei Problemkreise von zentraler Bedeutung. Zum einen kann es zu Zielkonflikten hinsichtlich der Grundsätze des Unternehmens- und Gesellschaftsrecht auf der einen und dem Kapitalmarktrecht auf der anderen Seite kommen. Zum anderen ergeben sich Probleme daraus, dass es wegen des begrenzten zeitlichen Anwendungsbereichs übernahmerechtlicher Regelungen zu Friktionen mit den bis zum Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebots geltenden unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen kommen kann.

Durch die unterschiedlichen Zielrichtungen von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht kommt es je nach eingenommener Perspektive zu einer anderen Bewertung der Handlungsebenen Abstimmungsteilhabe und Austrittsrecht, die den Aktionären im Übernahmeverfahren zur Verfügung stehen. Daneben ist die aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive bestehende Pflicht des Vorstands zur Berücksichtigung von anderen Interessen als denen der Aktionäre aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive nicht generell gegeben. Für die übernahmerechtliche Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei Übernahmeangeboten wird folglich, sowohl hinsichtlich der Berücksichtigung der beiden Handlungsebenen Abstimmungsteilhabe und Austrittsrecht, als auch in Bezug auf die Berücksichtigung des umfassenden Unternehmensinteresses, eine Abwägung getroffen werden müssen.

Infolge des zeitlich begrenzten Geltungsbereichs möglicher übernahmerechtlicher Regelungen auf nationaler und internationaler Ebene besteht die Gefahr, dass öffentliche Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration privilegiert werden und es zu Friktionen zwischen einem Übernahmerecht und Vorfeldmaßnahmen kommt, die dem unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungskreis unterfallen. Übernahmerechtliche Regelungen müssen diese Regelungsprobleme berücksichtigen, um Systembrüche auf nationaler und internationaler Ebene zu vermeiden.

6.4 Abschließende Stellungnahme zu den juristischen Regelungsproblemen

Aus den vorangegangenen Darstellungen wird deutlich, dass die gesetzliche Regulierung von Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens aus juristischer Perspektive mit erheblichen Problemen verbunden sein kann. Breits die Bestimmung der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Pflichtenstellung des Vorstands im Allgemeinen und im Hinblick auf Übernahme-situationen ist stark umstritten. Für das Kapitalmarktrecht stellt sich die Frage, wie das Managementverhalten in Übernahmeverfahren den kapitalmarktrechtlichen Regelungsanliegen von Funktions- und Individualschutz gerecht werden kann.

Dadurch, dass übernahmerechtliche Regelungen im Schnittpunkt von Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht zu verorten sind und das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht für die Zeit des Übernahmeverfahrens suspendieren können, besteht die Gefahr von Systembrüchen.

Aus juristischer Perspektive hat die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei Übernahmeangeboten zum einen zwischen den Regelungszeilen und Grundsätzen des Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und dem Kapitalmarktrecht eine Abwägung zu treffen und zum anderen Systembrüchen durch die Überschneidung beider Rechtsmaterien vorzubeugen.

7 Regelungsprobleme aus ökonomischer Perspektive

Um die ökonomischen Probleme bei der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten untersuchen zu können, soll zunächst auf die Diskussion zu den ökonomischen Effekten von Verteidigungsmaßnahmen eingegangen werden. In einem zweiten Schritt werden dann die Aspekte der Prinzipal-Agent Theorie sowie die damit verbundenen Probleme diskutiert, die für die Realisierung möglicher positiver Effekte von Verteidigungsmaßnahmen und die entsprechende gesetzliche Ausgestaltung der Verhaltenspflichten von Bedeutung sind.

7.1 Die Diskussion zu den ökonomischen Effekten von Verteidigungsmaßnahmen

7.1.1 Grundsätzliches zu Verteidigungsmaßnahmen

7.1.1.1 Systematisierung und Wirkungsweise

Innerhalb des jeweils geltenden rechtlichen Rahmens steht dem Zielunternehmen eine Vielzahl von Maßnahmen zur Verfügung, mit denen die Übernahme durch einen Bieter erschwert oder verhindert werden kann. Unter Verteidigungsmaßnahmen sind Handlungen zu verstehen, die ergriffen werden, um einen Kontrollwerb zu vereiteln oder zu verzögern.⁷⁷¹ Zur Systematisierung von Verteidigungsmaßnahmen werden unterschiedliche Ansätze verfolgt. Ein Ansatz unterscheidet Verteidigungsmaßnahmen nach ihrer Intensität:⁷⁷² „Milde“ Verteidi-

⁷⁷¹ Vgl. *Kuhner/Schilling* (2002), S.446.

⁷⁷² Vgl. *Kuhner/Schilling* (2002), S.446; *Ruback* (1988a), S.49.

ungsmaßnahmen sollen den Bieter lediglich dazu veranlassen, sein Übernahmeangebot aufzubessern, „harte“ Verteidigungsmaßnahmen sind dagegen darauf gerichtet, den Bieter grundsätzlich an der Kontrollerlangung zu hindern. Daneben lassen sich Verteidigungsmaßnahmen hinsichtlich ihrer Veranlassungskompetenz voneinander abgrenzen.⁷⁷³ Zu unterscheiden ist demzufolge danach, ob die Entscheidungskompetenz über das Ergreifen der Maßnahme bei dem Management liegt oder dieses durch die Hauptversammlung ermächtigt werden muss, bzw. der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf. Möglich ist auch eine Differenzierung nach der spezifischen Abwehrwirkung oder der Natur der Verteidigungsmaßnahme.⁷⁷⁴ Die Unterscheidung kann dann beispielsweise danach erfolgen, ob die Maßnahmen die Verteilung der Stimmrechte und deren Übertragbarkeit beeinflussen, die Kapitalstruktur des Unternehmens verändern oder an der Organisation des Zielunternehmens ansetzen.⁷⁷⁵ Schließlich können Maßnahmen danach unterschieden werden, ob sie sich entweder bereits gegen die Unterbreitung eines eventuellen, in der Zukunft liegenden Übernahmeangebots (sog. präventive Verteidigungsmaßnahmen) oder aber gegen den Erfolg eines bereits bestehenden oder für die nahe Zukunft erwarteten Übernahmeangebots (sog. repressive oder ad hoc-Verteidigungsmaßnahmen) richten.⁷⁷⁶ Dieser Ansatz entspricht im Wesentlichen der Unterscheidung nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Die herrschende Meinung stellt im Rahmen von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG auf die Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Übernahmeangebots ab,⁷⁷⁷ da ad hoc-Verteidigungsmaßnahmen regelmäßig auch erst mit der Veröffentlichung der Bieterentscheidung ergriffen werden; werden konkrete Maßnahmen vorher eingeleitet, so ist zu erwarten, dass mit ihnen das Ziel verfolgt wird, bereits die Abgabe des Angebots zu verhindern, womit sie als präventive Verteidigungsmaßnahmen einzuordnen sind. Der Unterscheidung zwischen präventiven und repressiven Verteidigungsmaßnahmen soll in der vorliegenden Arbeit gefolgt werden.

7.1.1.2 Repressiven Verteidigungsmaßnahmen im Überblick

⁷⁷³ Vgl. *Ebenroth/Daum* (1991), S.1157; *Kuhner/Schilling* (2002), S.446f.

⁷⁷⁴ Vgl. *Brandi* (2003), S.267; *Hahn* (1992), S.163.

⁷⁷⁵ Vgl. *Hahn* (1992), S.163.

⁷⁷⁶ Vgl. *Ebenroth/Daum* (1991), S.1157; *Gaughan* (2002), S.167ff.; *Hauschka/Roth* (1988), S.187ff.; *Michalski* (1997), S.154ff.; *Kuhner/Schilling* (2002), S.446; in diesem Zusammenhang wird auch das Begriffspaar Vorbeuge- und Verteidigungsmaßnahmen verwendet, *Ebenroth/Daum* (1991), S.1157.

⁷⁷⁷ Vgl. *Brandi* (2003), S.237; *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.39; a.A. *Hirte* (2002), S.626; *Winter/Harbarth* (2002), S.4, die eine Umgehung des § 33 WpÜG befürchten.

Nachfolgend werden die wichtigsten repressiven Verteidigungsmaßnahmen dargestellt, die von Interesse für die Frage nach den Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens sind. Dabei soll ein weites Verständnis von Verteidigungsmaßnahmen zugrunde gelegt werden, von dem auch die Suche nach konkurrierenden Angeboten⁷⁷⁸ sowie Werbemaßnahmen umfasst sind.

7.1.1.2.1 Kapitalerhöhung

Durch die Ausgabe junger Aktien im Wege einer Kapitalerhöhung kann die Übernahme für den Bieter verteuert werden, da sich die Menge der Anteile erhöht, die der Bieter zum Erlangen der Kontrolle über das Zielunternehmen erwerben muss. Allerdings kann die Verteuierung der Übernahme bei entsprechender Bereitschaft des Bieters zum Erwerb der jungen Aktien allein nicht geeignet sein, die Unternehmensübernahme zu verhindern. Zudem besteht die Gefahr, dass die Aktionäre die jungen Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots umgehend an den Bieter weiterveräußern. Darüberhinaus kann der Bieter, falls er bereits Aktionär des Zielunternehmens ist, selber Aktien beziehen.⁷⁷⁹ Zur effektiven Verhinderung des Kontrollwechsels eignet sich daher eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts. In diesem Fall käme es zu einer Verwässerung der Beteiligung des Bieters. Werden die jungen Aktien im Rahmen der Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss bei solchen Dritten untergebracht, die in Bezug auf das Übernahmeangebot verkaufsunwillig sind, verringert sich darüberhinaus der verfügbare Anteil kontrollvermittelnder Aktien im Streubesitz, und der Bieter wird größere Anstrengungen unternehmen müssen, um die übrigen Anteilseigner zu dem Verkauf ihrer Anteile zu überzeugen.⁷⁸⁰

Eine Kapitalerhöhung ist regelmäßig mit erheblichem organisatorischem und verfahrenstechnischem Aufwand verbunden, da die Hauptversammlung der Kapitalerhöhung zuzustimmen hat und (die Situation vor Inkrafttreten des § 16 Abs. 4 WpÜG vorausgesetzt) das Einberufungsverfahren der §§ 121 ff. AktG eingehalten werden muss. Als repressive Verteidigungsmaßnahme kommt daher in erste Linie eine Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital nach den §§ 202 ff. AktG in Betracht.⁷⁸¹ Grundsätzlich ist es auch möglich, das Bezugsrecht der Aktionäre bereits

⁷⁷⁸ Zu dem Verständnis der Suche nach konkurrierenden Angeboten als nicht echte Verteidigungsmaßnahme vgl. *Hopt* (2000), S.1383; *Immenga/Noll*, S.116; *Ulbricht* (2006), S.231; *Winter/Harbarth* (2002), S.4.

⁷⁷⁹ Vgl. *Brandi* (2003), S.282.

⁷⁸⁰ Vgl. *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.126f.; *Birke* (2006), S.227f.; *Brandi* (2003), S.282; *Kirchner* (2002), S.62; *Nippgen* (2005), S.169.

⁷⁸¹ Vgl. *Brandi* (2003), S.281; *Nippgen* (2005), S.169; *Ulbricht* (2006), S.198.

in dem Hauptversammlungsbeschluss über die Schaffung des genehmigten Kapitals auszuschließen (§ 203 Abs. 1 i.V.m. § 186 Abs. 3 AktG). Früher mussten allerdings nach herrschender Meinung bereits im Beschlusszeitpunkt konkrete Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der Bezugsrechtsausschluss geeignet, erforderlich und verhältnismäßig ist, um das mit der Maßnahme angestrebte Ziel zu erreichen.⁷⁸² Nach der Siemens/Nold-Rechtsprechung und der ihr folgenden herrschenden Lehre wird dies mittlerweile als nicht mehr erforderlich angesehen.⁷⁸³ Darüberhinaus wurde für die Kontrolle des Hauptversammlungsbeschlusses das Erfordernis einer strengen Prüfung der Geeignetheit, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit aufgegeben und es soll ausreichend sein, wenn die Maßnahme in dem Wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt und der Hauptversammlung im Vorstandsbericht allgemein und in abstrakter Form bekannt gegeben wird.⁷⁸⁴

7.1.1.2.2 Rückserwerb eigener Aktien

Mit dem Rückserwerb eigener Aktien als repressive Verteidigungsmaßnahme kann die Attraktivität des Übernahmeangebots für die Aktionäre des Zielunternehmens durch den, wegen der verstärkten Nachfrage erhöhten Börsenkurs beeinträchtigt werden. Infolge der abnehmenden Arbitrage zwischen Börsenkurs und Angebotspreis verteuert sich gleichzeitig die Übernahme für den Bieter. Daneben führt der Rückserwerb zu einer Verringerung des sich im Umlauf befindlichen Streubesitzes, den der Bieter während des Übernahmeverfahrens erwerben kann, womit die Erfolgchancen des Übernahmeangebots verringert werden. Wird mit dem Rückserwerb der eigenen Aktien die Diskrepanz zwischen Börsenkurs und innerem Wert des Unternehmens verringert, kann ein durch die Ineffizienz des Kapitalmarkts bedingtes Übernahmehmotiv abgeschwächt bzw. aufgehoben werden.⁷⁸⁵ Durch den Rückserwerb der eigenen Anteile werden zudem die liquiden Mittel des Zielunternehmens verringert, wodurch eine nachträgliche Finanzierung der Übernahme durch Eigenmittel des Zielunternehmens für den Fall eines LBO erschwert wird. Verfolgt der Bieter das Ziel, mit der Übernahme die Kontrolle über die liquiden Mittel des Zielunternehmens zu erlangen, so kann dieses Motiv mit der Verwendung dieser Mittel zum Erwerb der eigenen Aktien ebenfalls vereitelt werden.⁷⁸⁶

⁷⁸² Vgl. BGHZ 83, 319, 324ff.; *KöKoAktG-Lutter*, § 203 Rn.24ff.; hierzu auch *Brandi* (2003), S.283.

⁷⁸³ Vgl. BGHZ 133, 136; NJW 1997, 2813; *Brandi* (2003), S.284; *Hüffer* (2008), § 203 Rn.27, 29.

⁷⁸⁴ Vgl. BGHZ 133, 136; NJW 1997, 2813; *Brandi* (2003), S.284; *Hüffer* (2008), § 203 Rn.27, 29.

⁷⁸⁵ Vgl. *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.132f.; *Birke* (2006), S.231; *Immen- ga/Noll* (1990), S.110; *Michalski* (1997), S.154; *Ulbricht* (2006), S.162.

⁷⁸⁶ Vgl. *Böhm* (1999), S.329; *MüKoAktG-Oechsler*, § 71 Rn.10; *Ulbricht* (2006), S.162f.

Stehen hinter dem Übernahmeangebot andere Motive, so kann der Bieter gegebenenfalls zu einer Nachbesserung des Übernahmeangebots bewegt werden.⁷⁸⁷ Schließlich kann der Erwerb eigener Aktien durch das Zielunternehmen dem Markt signalisieren, dass das Zielunternehmen unterbewertet ist und die zukünftige Gewinnentwicklung positiver ausfallen wird, als dies vom Marktwert der Aktien widergegeben wird.⁷⁸⁸ Nimmt der Markt dieses Signal positiv auf, so wird die Nachfrage nach den Aktien des Zielunternehmens steigen, womit die Übernahme für den Bieter wiederum verteuert wird.⁷⁸⁹

Der Rückerwerb eigener Aktien ist in § 71 AktG geregelt und wegen des aktienrechtlichen Verbotes der Einlagenrückgewähr ausschließlich in den engen Grenzen dieser Vorschrift zulässig.⁷⁹⁰ Nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG kann der Vorstand den Rückerwerb zur Abwehr eines schweren unmittelbar bevorstehenden Schadens für die Gesellschaft anordnen. Gemeint ist damit ein Schaden für die Aktiengesellschaft, nicht für Aktionäre als Gesellschafter oder einzelne Aktionärsgruppen.⁷⁹¹ Für den Fall, dass der Bieter beispielsweise die Zerschlagung des Zielunternehmens zur Auslöschung eines Konkurrenten⁷⁹² oder die Ausschüttung zum Zwecke seiner finanziellen Sanierung beabsichtigt,⁷⁹³ ist ein solcher Schaden, der den Rückerwerb eigener Aktien i.S.d. § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG als repressive Verteidigungsmaßnahme rechtfertigt, auch im Hinblick auf die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse vorstellbar.⁷⁹⁴ Darüberhinaus kommt der Rückerwerb eigener Aktien als Verteidigungsmaßnahme dann infrage, wenn der Vorstand gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG von der Hauptversammlung aufgrund eines höchstens 18 Monate geltenden Beschlusses ermächtigt wurde. Der Rückerwerb dann allerdings nur bis zur Grenze von 10% des Grundkapitals zulässig.

7.1.1.2.3 Verkauf wesentlicher Vermögensbestandteile

⁷⁸⁷ Vgl. Birke (2006), S.231 m.w.N.

⁷⁸⁸ Vgl. Böhm (1999), S.335; MüKoAktG-Oechsler, § 71 Rn.1; Ulbricht (2006), S.163.

⁷⁸⁹ Vgl. Ulbricht (2006), S.163 mit kritischen Anmerkungen.

⁷⁹⁰ Vgl. Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer (1990), S.133.

⁷⁹¹ Vgl. GroKoAktG-Merkel, § 71 Rn.161; KöKoAktG-Lutter, § 71 Rn.22; MüKoAktG-Oechsler, § 71 Rn.93.

⁷⁹² Vgl. Hüffer (2008), § 71 Rn.9; Kort (2000), S.1429; Ulbricht (2006), S.167f. m.w.N.

⁷⁹³ Vgl. Benckendorff (1998), S.219; Ulbricht (2006), S.167f. m.w.N.

⁷⁹⁴ Vgl. kritisch hierzu Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer (1990), S.133; Birke (2006), S.232; Michalski (1997), S.155f.

Mit dem Verkauf bestimmter Vermögensbestandteile des Zielunternehmens, die für den Bieter wesentlich oder von besonderer Bedeutung sind, kann die Attraktivität einer Übernahme verringert werden, da der Bieter häufig nur an bestimmten Vermögensteilen interessiert ist.⁷⁹⁵ Möglich ist auch, dass ein Dritter den Vermögensbestandteil zum Zwecke der Abwehr übernimmt, von dem dieser unter Umständen später wieder zurückerworben werden kann. Eine ähnliche Wirkung kann auch dadurch erzielt werden, dass ein wesentlicher Betriebsteil in eine Tochtergesellschaft ausgegliedert, an der eventuell ein Dritter maßgeblich beteiligt ist.⁷⁹⁶

Soweit der Vorstand wesentliche Vermögenswerte veräußern will, ist das grundsätzlich ohne die Beachtung besonderer aktienrechtlicher Zuständigkeitserfordernisse möglich.⁷⁹⁷ Auch nach den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen ist die Hauptversammlung nicht zur Entscheidung über die Veräußerung wesentlicher Vermögensbestandteile zuständig.⁷⁹⁸ Soll allerdings ein betriebswesentlicher Teil des Unternehmens veräußert werden und ist dieser zugleich ein zentraler Teil der Grundlage satzungsgemäßer unternehmerischer Tätigkeit, so kann sich im Einzelfall durchaus eine Kompetenz der Hauptversammlung aus den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen ergeben.⁷⁹⁹ Ist die Satzung durch den Verkauf berührt, bedarf es eines Beschlusses der Hauptversammlung mit Dreiviertelmehrheit.⁸⁰⁰ Zu beachten hat der Vorstand insbesondere, dass die Veräußerung der für den Bieter wesentlichen Vermögensbestandteile wegen des Schädigungsverbots⁸⁰¹ und, für den Fall, dass ein Aktionär als Erwerber auftritt, wegen des Gebots der Kapitalerhaltung aus § 57 Abs. 1 S. 1 AktG, nicht unter Wert erfolgt.⁸⁰²

7.1.1.2.4 Zukauf von Gesellschaftsvermögen

Als mögliche Verteidigungsmaßnahme des Zielunternehmens kann auch der Zukauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen dienen, durch den dem Bieter im Falle einer erfolgreichen Übernahme kartellrechtliche Probleme – insbesondere

⁷⁹⁵ Vgl. Birke (2006), S.239f.; Brandi (2003), S.303; Hauschka/Roth (1988), S.191; Michalski (1997), S.159; Nussbaum (2003), S.255.

⁷⁹⁶ Vgl. Hauschka/Roth (1988), S.191.

⁷⁹⁷ Vgl. Hauschka/Roth (1988), S.191.

⁷⁹⁸ Vgl. Nussbaum (2003), S.257.

⁷⁹⁹ Vgl. Birke (2006), S.240; Hauschka/Roth (1988), S.191.

⁸⁰⁰ Vgl. Birke (2006), S.240.

⁸⁰¹ Vgl. Birke (2006), S.240; Nussbaum (2003), S.257.

⁸⁰² Vgl. Nussbaum (2003), S.257.

solche aus der Fusionskontrolle - erwachsen.⁸⁰³ Neben möglichen kartellrechtlichen Hindernissen kann der Zukauf von Gesellschaftsvermögen auch dazu führen, dass das Zielunternehmen dadurch zu groß wird und infolgedessen die Übernahme vom Bieter nicht mehr finanziert werden kann.⁸⁰⁴

Da dem Vorstand des Zielunternehmens nach der Abgabe eines Übernahmeangebots allerdings nur wenig Zeit zur Suche nach einem, zu diesem Zweck geeigneten Unternehmen bzw. Unternehmensteil zur Verfügung steht und der Zukauf zugleich umfangreiche organisatorische Vorkehrungen und finanzielle Planung erfordert, dürften solche Zukäufe als Verteidigungsmaßnahme nur in Ausnahmesituationen zu realisieren sein.⁸⁰⁵ Zudem muss der Zukauf unternehmerisch gerechtfertigt sein, um der Pflichtenstellung des Vorstands zu genügen.⁸⁰⁶ Auch bei Zukäufen verbietet das Schädigungsverbot Gesellschaftsvermögen über dem tatsächlichen Wert zu erwerben.⁸⁰⁷ Ist der Zukauf von dem bisherigen Unternehmensgegenstand nicht gedeckt, so muss die Hauptversammlung der, mit dem Zukauf verbundenen Erweiterung des Unternehmensgegenstandes mit satzungsändernder Dreiviertelmehrheit zustimmen.⁸⁰⁸ Soweit die Holzmüller/Gelatine-Grundsätze nicht zum Tragen kommen, bedarf der Zukauf ansonsten keiner Zustimmung der Hauptversammlung.

7.1.1.2.5 Abgabe eines Gegenangebots auf die Aktien des Bieters

Das Zielunternehmen kann den Erfolg eines Übernahmeangebots auch dadurch beeinträchtigen, dass ein Gegenangebot auf die Aktien des Bieters abgegeben wird.⁸⁰⁹ Hierdurch wird ein Zeitwettlauf ausgelöst; wer die besseren Finanzierungsmöglichkeiten hat und zuerst die Mehrheit erreicht, gewinnt den Übernahmekampf.⁸¹⁰ Nach deutschem Recht hat die Abgabe eines Gegenangebots den

⁸⁰³ Vgl. *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.147; *Birke* (2006), S.240; *Hauschka/Roth* (1988), S.1 (1992); *Hopt* (2000), S.1389; *Immenga/Noll* (1990), S.115; *Nussbaum* (2003), S.245.

⁸⁰⁴ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.107.

⁸⁰⁵ Vgl. *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.147; *Nussbaum* (2003), S.248.

⁸⁰⁶ Vgl. *Brandi* (2003), S.308f.; *Immenga/Noll* (1990), S.115.

⁸⁰⁷ Vgl. *Birke* (2006), S.240.

⁸⁰⁸ Vgl. *Birke* (2006), S.240.

⁸⁰⁹ Vgl. *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.145; *Birke* (2006), S.234; *Brandi* (2003), S.310; *Hauschka/Roth* (1988), S.194; *Hopt* (2000), S.1387f.; *Michalski* (1997), S.161; *Nussbaum* (2003), S.236; *Ulbricht* (2006), S.260.

⁸¹⁰ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.112.

Vorteil, dass bereits eine Beteiligung von 25% an dem Bieterunternehmen ausreichen kann, um dessen Angebot zu vereiteln. Denn auch dann, wenn das Bieterunternehmen eine kontrollvermittelnde Mehrheit erlangt, wird es wegen der Grundsätze zu wechselseitigen Beteiligungen gemäß der §§ 328 Abs. 1, 19 Abs. 1 AktG maximal 25% der Stimmrechte an dem Zielunternehmen ausüben können, was für eine erfolgreiche Übernahme nicht ausreichend wäre.⁸¹¹ Gelänge es dem Zielunternehmen, vor Ende der Angebotsfrist des Bieterunternehmens beherrschenden Einfluss über dieses zu erlangen, so stünde dem Übernahmeangebot des Bieterunternehmens das Erwerbsverbot des § 71 d S. 2 AktG entgegen.⁸¹²

Gegenangebote bedürfen grundsätzlich nicht der Zustimmung der Hauptversammlung des Zielunternehmens.⁸¹³ Voraussetzung für ein Gegenangebot ist allerdings, dass das Bieterunternehmen überhaupt eine Gesellschaft mit übernahmefähigem Anteilsbesitz ist und das Zielunternehmen über die finanziellen Mittel zur Abgabe eines Gegenangebots sowie über die Kapazitäten verfügt, ein Gegenangebot in der Kürze der Zeit zu realisieren.⁸¹⁴ Darüberhinaus ist der Vorstand des Zielunternehmens bei der Entscheidung über die Abgabe eines Gegenangebots an das Unternehmensinteresse, das Schädigungsverbot und den satzungsmäßigen Unternehmensgegenstand gebunden.⁸¹⁵

7.1.1.2.6 Suche nach konkurrierenden Angeboten

Sieht sich das Management des Zielunternehmens nicht mehr in der Lage, das Übernahmeangebot eines ungewollten Bieters mithilfe anderer Verteidigungsmaßnahme zu vereiteln oder strebt es eine Verbesserung des Angebots an, so hat es die Möglichkeit, nach einem konkurrierenden Bieter zu suchen oder ein befreundetes Unternehmen aufzufordern, seinerseits ein besseres Angebot abzugeben.⁸¹⁶ Dies ist keine echte Verteidigungsmaßnahme, da ein solches Vorgehen nur auf die Verhinderung eines konkreten Angebots zugunsten eines anderen ab-

⁸¹¹ Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.146; *Birke* (2006), S.234f.; *Brandi* (2003), S.311; *Hauschka/Roth* (1988), S.194; *Koch* (2001), S.157; *Michalski* (1997), S.161f.; *Nussbaum* (2003), S.236ff.; *Ulbricht* (2006), S.260.

⁸¹² Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.145f.; *Birke* (2006), S.235; *Brandi* (2003), S.311; *Koch* (2001), S.156; *Nussbaum* (2003), S.238f.; *Ulbricht* (2006), S.260.

⁸¹³ Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.145; *Brandi* (2003), S.311; *Nussbaum* (2003), S.241.

⁸¹⁴ Vgl. *Birke* (2006), S.235; *Nussbaum* (2003), S.239.

⁸¹⁵ Vgl. *Brandi* (2003), S.311f.; *Nussbaum* (2003), S.240ff.; *Ulbricht* (2006), S.261.

⁸¹⁶ Vgl. *Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.143f.; *Hopt* (2000), S.1383ff.; *Immen-
ga/Noll* (1990), S.116; *Michalski* (1997), S.160; *Ulbricht* (2006), S.231.

zielt.⁸¹⁷ Letztlich führt die Suche nach einem konkurrierenden Angebot zu einem auktionsähnlichen Wettbewerbszustand zwischen den konkurrierenden Bietern. Will der ursprüngliche Bieter an seinem Übernahmeverhaben festhalten, wird er gezwungen sein, sein Angebot nachzubessern.⁸¹⁸ Ist er dazu nicht bereit oder in der Lage, hat die Suche nach einem konkurrierenden Angebot zumindest im Hinblick auf einen „feindlichen“ Bieter Abwehrwirkung.⁸¹⁹

Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot unterliegt keinen besonderen gesetzlichen Bestimmungen.⁸²⁰ Zur Einschaltung eines „freundlichen“ Bieters eignet sich besonders die Ausnutzung von genehmigtem Kapital unter Bezugsrechtsausschluss.⁸²¹ Bei der Suche nach einem Konkurrenzangebot darf sich der Vorstand wegen seiner Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse allerdings nicht zu einseitig von den Interessen der Aktionäre leiten lassen. So besteht die Pflicht des Vorstands nicht allein darin, einen möglichst hohen Übernahmepreis für die Aktionäre auszuhandeln, wenn er den „freundlichen“ Bieter bei dessen Angebot unterstützt.⁸²² Es ist vielmehr seine Pflicht, insgesamt die besten Übernahmekonditionen für das gesamte Unternehmen zu erreichen.⁸²³

7.1.1.2.7 Werbemaßnahmen

Durch Werbemaßnahmen kann der Vorstand des Zielunternehmens versuchen, Analysten, Presseorgane und die Öffentlichkeit davon zu überzeugen, dass die Ablehnung des Übernahmeangebots von Vorteil für das Unternehmen ist. So können Werbemaßnahmen von dem Vorstand des Zielunternehmens gezielt zur Pool- und Frontenbildung eingesetzt werden, um so eine Koalition von Aktionären zu bilden, die sich, beeinflusst durch das Fachpublikum und die öffentliche Meinung, gegen die Annahme des Übernahmeangebots entscheidet.⁸²⁴ Werbemaßnahmen können sich zu diesem Zwecke auch direkt an die Aktionäre des Zielunternehmens

⁸¹⁷ Vgl. Hopt (2000), S.1383; Immenga/Noll (1990), S.116; Ulbricht (2006), S.231; Winter/Harbarth (2002), S.4.

⁸¹⁸ Vgl. Brandi (2003), S.250; Michalski (1997), S.160; Ulbricht (2006), S.231f.

⁸¹⁹ Vgl. Ulbricht (2006), S.231.

⁸²⁰ Vgl. Hauschka/Roth (1988), S.193; Ulbricht (2006), S.232.

⁸²¹ Vgl. Hauschka/Roth (1988), S.193.

⁸²² Vgl. Ulbricht (2006), S.233.

⁸²³ Vgl. Hauschka/Roth (1988), S.193; Meier-Reimer (2001), S.271f.; KöKoAktG-Mertens, § 76 Rn.22; Ulbricht (2006), S.233; Zech (2003), S.201ff.

⁸²⁴ Vgl. Birke (2006), S.241; Merkt (2001), S.248; Nussbaum (2003), S.251.

mens richten.⁸²⁵ Zur Werbung im weiteren Sinne gehört auch die Mobilisierung von Arbeitnehmerschaft und Politik gegen das Übernahmeangebot, wodurch wiederum die Aktionäre des Zielunternehmens unter Druck geraten können, das Angebot abzulehnen.⁸²⁶ Insbesondere solche Werbemaßnahmen, die sich auf eine mögliche Ausplünderungs- oder Zerschlagungsabsicht des Bieters beziehen, sind geeignet, Stimmung gegen das Übernahmeangebot zu machen.⁸²⁷ Werbemaßnahmen des Vorstands können auch dazu beitragen, Informationsdefizite auszugleichen, die zu einer Unterbewertung des Zielunternehmens geführt haben. Verarbeiten die Aktionäre und der Markt die von dem Vorstand vorgetragenen Informationen positiv, so führt das zu einem Anstieg des Börsenkurses des Zielunternehmens und die Übernahme macht für den Bieter infolgedessen gegebenenfalls keinen Sinn mehr oder ist für diesen nicht mehr finanzierbar.⁸²⁸

Solange sich die, von dem Vorstand des Zielunternehmens gegen das Übernahmeangebot eingeleiteten Werbemaßnahmen im Rahmen der sachlichen Information der Aktionäre bewegen, sind diese aktienrechtlich relativ unbedenklich. Zwar muss für die Werbemaßnahmen Gesellschaftsvermögen aufgewendet werden, doch ist dies durch die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse gerechtfertigt, solange die Werbemaßnahmen legitim sind.⁸²⁹ Die Werbemaßnahmen können auch der Meinungsbildung und damit der Entscheidungsfreiheit der vom Unternehmensinteresse geschützten Aktionäre dienen.⁸³⁰ Grundsätzlich stellt die werbende Darstellung des eigenen Unternehmenskonzeptes auch in der Übernahmesituation eine eigenverantwortliche Geschäftsführungsmaßnahme dar.⁸³¹ Einschränkungen ergeben sich aus den aktienrechtlichen Sorgfaltspflichten des Vorstands und dessen Bindung an das Unternehmensinteresse. Danach sind falsche und entstellende Tatsachen unzulässig,⁸³² und der Umfang der Werbemaßnahmen muss sich in einem finanziellen vertretbaren Rahmen bewegen.⁸³³

7.1.1.3 Zusammenfassung

⁸²⁵ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.251.

⁸²⁶ Vgl. *Nussbaum* (2003), S.251; *Weisner* (2000), S.245f.

⁸²⁷ Vgl. *Ulbricht* (2006), S.245.

⁸²⁸ Vgl. *Ulbricht* (2006), S.245.

⁸²⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.242.

⁸³⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.242; *Hopt* (2000), S.1383.

⁸³¹ Vgl. LG Düsseldorf AG 2000, S.234; *Birke* (2006), S.242.

⁸³² Vgl. *Kort* (2000), S.1439f.; *Ulbricht* (2006), S.252.

⁸³³ Vgl. *Ulbricht* (2006), S.252; *Winter/Harbarth* (2002), S.16.

Aus den vorangegangenen Ausführungen wird ersichtlich, dass sich die dargestellten Verteidigungsmaßnahmen in ihrer Wirkungsweise unterscheiden können. So sind der Zukauf von Gesellschaftsvermögen und die Abgabe eines Gegenangebots bei Erfolg geeignet, die Kontrollerlangung durch den Bieter rechtlich unmöglich zu machen. Die Kapitalerhöhung und der Rückerwerb eigener Aktien sind Verteidigungsmaßnahmen, die die Übernahme soweit verteuern können, dass diese dem Bieter faktisch unmöglich wird. Der Verkauf wesentlicher Vermögensbestandteile macht die Übernahme für den Bieter unter Umständen so unattraktiv, dass er von seinem Übernahmevorhaben absehen wird. Werbemaßnahmen setzen in erster Linie an der Haltung der Aktionäre gegenüber dem Übernahmeangebot an. Dabei können sie bei einer Mehrheit der Aktionäre entweder die Erwartung auf die Abgabe eines verbesserten Übernahmeangebots oder aber die vollständige Ablehnung einer Übernahme des Zielunternehmens hervorrufen. Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot ist letztlich nur zur Abwehr eines bestimmten Übernahmeangebots geeignet, indem versucht wird ein anderes Angebot zum Erfolg zu verhelfen.

Maßnahmen, die zu einer rechtlichen Unmöglichkeit der Übernahme führen, können lediglich auf das Scheitern der Übernahme abzielen. Gleiches gilt für Maßnahmen, die das Angebot in einem solchen Maß verteuern, dass die Übernahme für den Bieter faktisch unmöglich wird. Die übrigen Maßnahmen sind indes auch dazu geeignet, den Bieter zu einer Nachbesserung seines Angebots zu bewegen, wenn eine Übernahme unter verbesserten Konditionen für die Aktionäre und das Unternehmen eine attraktive Option darstellt. Verteidigungsmaßnahmen können sich also sowohl auf die bedingungslose Abwehr der Übernahme als auch auf die Abwehr eines Übernahmeangebots unter dem Vorbehalt einer Nachbesserung der maßgeblichen Konditionen richten.

7.1.2 Die ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen

In dem nachfolgenden Abschnitt soll untersucht werden, welche positiven und negativen ökonomischen Effekte die dargestellten Wirkungsweisen von Verteidigungsmaßnahmen haben können. Dabei soll ausgelotet werden, unter welchen Voraussetzungen und mit welcher Zielrichtung positive und negative ökonomische Effekte von Verteidigungsmaßnahmen zu erwarten sind und in welcher Form diese Effekte auftreten. Anhand der Untersuchung sollen die Auswirkungen von Verteidigungsmaßnahmen auf die Wohlfahrtsposition der einzelnen Beteiligten sowie auf die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt aufgezeigt werden.

7.1.2.1 Mögliche positive ökonomische Effekte

Im Rahmen der Untersuchung möglicher positiver ökonomischer Effekte von Verteidigungsmaßnahmen wird nachfolgend zwischen den positiven Effekten unterschieden, die unabhängig von der Frage, wessen Entscheidungskompetenz ihr Ergreifen unterliegt und denen, die zu erwarten sind, wenn ein pflichtgemäß han-

delndes Management über ihr Ergreifen entscheidet. Positive Effekte die aus dem Schutz der Aktionäre des Bieterunternehmens resultieren, sind zwar auch zu erwarten, wenn die Entscheidungskompetenz anderen Organen als dem Vorstand zufällt, doch können diese Effekte verstärkt werden, wenn der Vorstand pflichtgemäß über die Maßnahmen entscheidet. Dieser Aspekt wird folglich ebenfalls einer gesonderten Prüfung unterzogen.

7.1.2.1.1 Positive Effekte unabhängig von der Zuordnung der Entscheidungskompetenz

7.1.2.1.1.1 Stärkung des Marktmechanismus durch die Schaffung eines Wettbewerbs um die Unternehmenskontrolle

Positive ökonomische Effekte können Verteidigungsmaßnahmen dadurch haben, dass durch sie ein Bieterwettbewerb geschaffen wird.⁸³⁴ Werden mehrere Bieter dazu bewegt, konkurrierende Angebote auf das Zielunternehmen abzugeben, so führt das unmittelbar zu einem Wettbewerb zwischen den unterschiedlichen Bietern. Aber auch andere Verteidigungsmaßnahmen als die Suche nach konkurrierenden Angeboten, können mittelbar dazu beitragen, einen Bieterwettbewerb zu schaffen, solange sie nicht darauf gerichtet sind, die Übernahme unmöglich zu machen. So können Verteidigungsmaßnahmen auch dazu dienen, das Übernahmeverfahren in die Länge zu ziehen bzw. die Aktionäre vorerst von der Annahme des ersten Angebots abzuhalten, um Zeit für die Suche nach konkurrierenden Angeboten zu gewinnen.⁸³⁵ Möglicherweise wird auch das Management des Zielunternehmens Maßnahmen ergreifen, um für seine Führungsstrategie zu werben.⁸³⁶ Dabei handelt es sich faktisch um ein Gegenangebot des Managements an die Aktionäre des Zielunternehmens zum Verbleib in dem Unternehmen, mit der Aussicht auf eine für sie langfristig günstigere Stellung.⁸³⁷ Dadurch wird eine Übernahmesituation geschaffen, die einer Auktion gleicht.⁸³⁸

Ein Effekt auktionsähnlicher Übernahmesituationen ist, dass eine Erhöhung der Übernahmeprämie zu erwarten ist.⁸³⁹ Gleichzeitig wird der Marktmechanismus

⁸³⁴ Vgl. grundlegend *Gilson* (1982), S.51ff.

⁸³⁵ Vgl. *Bebchuk* (1982b), S.24; *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.58.

⁸³⁶ Vgl. *Kuhner/Schilling* (2002), S.461.

⁸³⁷ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.99 und S.102.

⁸³⁸ Vgl. *Liekefett* (2004), S.834.

⁸³⁹ Vgl. für viele *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.144; *Fleischer/Kalss* (2002), S.106; *Immenga/Noll* (1990), S.116; *Kirchner/Painter* (2000), S.357; *Mühle* (2002), S.282 mit Bezugnahme auf empirische Nachweise. grundlegend *Bebchuk* (1982a), S.1034f.; *Bebchuk*

gestärkt, indem die Erhöhung der Übernahmeprämie dafür sorgt, dass eine Übernahme nicht durch die Unterbewertung der Aktien des Zielunternehmens an der Börse oder Ausbeutungsabsichten motiviert ist.⁸⁴⁰ Infolge des Wettbewerbs um die Unternehmenskontrolle ist zu erwarten, dass die in dem Unternehmen gebundenen Ressourcen dem Auktionsteilnehmer zufließen, der sie der effizientesten Verwendung zuführt.⁸⁴¹ Dieser Verwender kann entweder der Bieter sein, der die höchste Übernahmeprämie zu zahlen bereit ist oder aber das amtierende Management, von dessen Unternehmensstrategie sich die Aktionäre für die Zukunft einen so hohen Kapitalfluss erwarten, dass dieser die gebotene Übernahmeprämie kompensiert.⁸⁴² Ein weiterer Vorteil der auktionsähnlichen Übernahmesituation liegt darin, dass die Kosten eines solchen Verfahrens gering sind, im Verhältnis zu dem Wert, der aus dem allokatationseffizienten Ausgang des Übernahmeverfahrens generiert werden kann.⁸⁴³ Indem Verteidigungsmaßnahmen einen Bieterwettbewerb schaffen, tragen sie zu der Verbesserung des Allokationsmechanismus und zur Stärkung der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle bei. Dem steht auch nicht entgegen, dass die Wettbewerbssituation nicht von dem Markt, sondern von dem Management des Zielunternehmens initiiert wurde. Denn die Entscheidung über die Annahme eines der Angebote bzw. die Entscheidung für die Unternehmensstrategie des Managements bleibt eine Marktentscheidung der Aktionäre.⁸⁴⁴

Ein weiterer Vorteil der Schaffung eines Wettbewerbs um die Unternehmenskontrolle kann darin gesehen werden, dass einer unerwünschten Marktkonzentration⁸⁴⁵ entgegengewirkt wird, wenn neben konkurrierenden Unternehmen ein Kapitalin-

(1982b), S.23ff.; *Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson* (1995), S.510ff.; *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.58; kritisch zur Maximierung der Kontrollprämie *Mülbert/Birke* (2001), S.711ff.

⁸⁴⁰ Vgl. *Bebchuk* (1982b), S.38; *Birke* (2006), S.66; kritisch hierzu *Easterbrook/Fischel* (1982a), S.12.

⁸⁴¹ Vgl. *Bebchuk* (1982b), S.39ff.; *Fleischer/Kalss* (2002), S.105; *Liekefett* (2004), S.835; dahingehend auch *Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson* (1995), S.510ff.; *Hadcock/Macey/McChesney* (1987), S.702.

⁸⁴² Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.99 und 102; in diesem Sinne auch *Kirchner* (1999), S.489.

⁸⁴³ Vgl. *Bebchuk* (1982b), S.42.

⁸⁴⁴ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.116.

⁸⁴⁵ Vgl. zu dem Gebot der gesellschaftsrechtlichen Konzentrationsneutralität *Mühle* (2002), S.377 m.w.N.

vestor zur Abgabe eines Übernahmeangebots bewegt werden kann und die Unternehmenskontrolle erlangt.⁸⁴⁶

7.1.2.1.1.2 Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen

Verteidigungsmaßnahmen können auch positive ökonomische Effekte im Zusammenhang mit dem, bereits in einem anderen Kontext behandelten,⁸⁴⁷ Anliegen der Schaffung eines *level playing field* haben. Wenn nämlich Unternehmen einer bestimmten Jurisdiktion mangels der Möglichkeit, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, in stärkerem Maße einer Übernahmedrohung ausgesetzt sind, als Unternehmen einer anderen Jurisdiktion, die Verteidigungsmaßnahmen erlaubt und sie gegenüber diesen Unternehmen nicht die gleichen Chancen auf eine erfolgreiche Übernahme haben, so kommt es zu Wettbewerbsverzerrungen.⁸⁴⁸ Aus dieser Befürchtung folgt zwar nicht logisch der Schluss, dass Unternehmen dazu befähigt sein müssen, sich gegen Übernahmeangebote wehren zu können, denn Wettbewerbsverzerrungen können auch dadurch verhindert werden, dass keinem Unternehmen das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen erlaubt ist. Doch auf Jurisdiktionen außerhalb der Europäischen Union, die Verteidigungsmaßnahmen erlauben, kann kaum Einfluss dahingehend ausgeübt werden, Verteidigungsmaßnahmen zu beschränken oder zu verbieten.⁸⁴⁹

Dem Argument, die Störung der Waffengleichheit führe zu Wettbewerbsverzerrungen wird zum Teil entgegengehalten, dass nicht nur der gegenseitige Abbau, sondern auch der einseitige Aufbau von Handelsschranken wohlfahrtsfördernd sein kann, da eine erhöhte Übernahmewahrscheinlichkeit die Kapitalausstattung der betroffenen Volkswirtschaft verbessere.⁸⁵⁰ Hierbei wird allerdings übersehen, dass der Markt für Unternehmenskontrolle nur dann zu einer effizienten Kapitalallokation beiträgt, wenn der Kapitalfluss einem unverzerrten Marktmechanismus folgt und nicht durch die Ausnutzung unterschiedlicher Wettbewerbsbedingungen und den daraus resultierenden niedrigen Übernahmeprämien motiviert ist. Denn der Marktmechanismus leidet, wenn der Kapitaleinsatz für die Kontrolle über die unternehmerischen Ressourcen bei öffentlichen Übernahmen nicht deren tatsäch-

⁸⁴⁶ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.116f.; zu möglichen Vorteilen einer Übernahme durch Kapitalinvestoren Vgl. auch *Bebchuk* (1982b), S.41ff.

⁸⁴⁷ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.2.

⁸⁴⁸ Vgl. *Hauschka/Roth* (1988), S.194; *Hopt* (1997), S.375.; zu diesem Aspekt auch Gliederungspunkt 6.3.2.2.2.

⁸⁴⁹ Vgl. dahingehen *Kuhner/Schilling* (2002), S.460.

⁸⁵⁰ Vgl. *Fleischer/Kalss* (2002), S.41; *Liekefett* (2004), S.835; *Wackerbarth* (2001), S.1746f.

lichem Wert entspricht.⁸⁵¹ Insofern sind positive ökonomische Effekte aus Verteidigungsmaßnahmen durch die Schaffung von Wettbewerbsgleichheit zumindest bei Übernahmeszenarien zu erwarten, die über die Grenzen des Europäischen Binnenmarkts hinausgehen.⁸⁵²

Desweiteren können unabhängig von der jurisdiktionsübergreifenden Perspektive Wettbewerbsverzerrungen im Verhältnis zwischen Zielunternehmen und dem Bieter entstehen, wenn das Zielunternehmen in Ermangelung der Möglichkeit, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, unangemessen in seiner Geschäftstätigkeit beeinträchtigt wird.⁸⁵³ Denn bei länger andauernden Übernahmekämpfen besteht die Gefahr, dass das Zielunternehmen erhebliche finanzielle Verluste erleidet, und die Entscheidung der Aktionäre systematisch zugunsten der Annahme des Übernahmeangebots verzerrt wird, um nicht in dem ausgebluteten Zielunternehmen verbleiben zu müssen.⁸⁵⁴

Verteidigungsmaßnahmen sind folglich sowohl aus jurisdiktionsübergreifender als auch aus jurisdiktionsinterner Perspektive dazu geeignet, Wettbewerbsverzerrungen zulasten der Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmenskontrolle vorzubeugen.

7.1.2.1.1.3 Verteidigungsmaßnahmen als günstiger Schutzmechanismus gegen öffentliche Unternehmen

Ein weiterer positiver Effekt den Verteidigungsmaßnahmen haben können, beruht auf der Tatsache, dass in vielen Staaten öffentliche Übernahmen, insbesondere im Hinblick auf den internationalen Markt für Unternehmenskontrolle, als Bedrohung gesehen werden und ein feindliches Klima gegen öffentliche Unternehmensübernahmen herrscht.⁸⁵⁵ Ist es potentiellen Zielunternehmen nun untersagt oder faktisch unmöglich, wirksame Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, so wird sich eine Regierung, die öffentlichen Übernahmen ablehnend gegenübersteht,

⁸⁵¹ Vgl. *Kirchner* (1999), S.487; *Mühle* (2002), S.377; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁸⁵² Vgl. *Expertengruppe* (2002), S.45 und 51; *Kirchner* (1999), S.4 (1990); *Kirchner/Painter* (2000), S.384; *Kuhner/Schilling* (2002), S.460; kritisch *Kuhner/Schilling* (2002), S.460f.; *Liekefett* (2004), S.835.

⁸⁵³ Vgl. *Ebenroth/Daum* (1991), S.1160; *Kirchner* (2000b), S.1825 und 1830; *Mühle* (2002), S.283; *Weisner* (2000), S.148.

⁸⁵⁴ Vgl. *Mühle* (2002), S.283.

⁸⁵⁵ Vgl. beispielsweise zur ablehnenden Einstellung der deutschen Regierung zu einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht in einer EU-ÜRL Handelsblatt vom 5.7.2001 „EU gibt Schröder Schuld am Scheitern der Übernahmeregeln“.

veranlasst sehen, andere Wege zu finden, Unternehmensübernahmen, die ihre eignen Beteiligungen an Unternehmen, das öffentliche Interesse oder die Interessen der Stakeholder betreffen, zu erschweren bzw. zu verhindern.⁸⁵⁶

Was Deutschland betrifft, können in diesem Zusammenhang beispielsweise das sogenannte VW-Gesetz⁸⁵⁷ oder die Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes⁸⁵⁸ im Zuge der vermehrten Investitionstätigkeit ausländischer Investmentgesellschaften und Staatsfonds in Deutschland angeführt werden.⁸⁵⁹ Im europäischen Ausland, wie beispielsweise in Frankreich, Belgien und Portugal, sind die *golden shares* zu nennen.⁸⁶⁰ Aber auch andere Regularien, wie zum Beispiel kartellrechtliche Auflagen, die Arbeitsgesetzgebung oder die Insolvenzordnung können es für ausländische Investoren unrentable machen, ein Zielunternehmen zu übernehmen oder nach erfolgreicher Übernahme zu führen.⁸⁶¹ Darüberhinaus sind im Zusammenhang mit regulatorischen Eingriffen in Übernahmeverfahren Regularien wie Mindestpreisregelungen und die Vollangebotspflicht zu nennen.⁸⁶² Solche Maßnahmen, die ihren Ursprung nicht in unternehmensinternen Prozessen finden, sind weniger flexibel und können den konkreten Bedürfnissen der Shareholder und der übrigen Stakeholder auf der Grundlage des übernahmespezifischen Informationsstandes unter Umständen nicht Rechnung tragen. Damit besteht die Gefahr, dass der Übernahmeprozess dem Marktmechanismus zugunsten hoheitlicher Interessen entzogen wird.⁸⁶³ Auch ist zu befürchten, dass politisch motivierte Maßnahmen zur Erschwerung oder Abwehr von Unternehmensübernahmen potentielle Bieter zur Abgabe niedrigerer Angebote veranlassen oder diese wegen der negativen Signalwirkung ganz von Übernahmeversuchen absehen, da sie die durch die Maßnahmen entstehenden Mehrkosten aus der Übernahme antizipieren.⁸⁶⁴

⁸⁵⁶ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.358 und 3 (1990).

⁸⁵⁷ Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand (VWGmbHÜG) vom 21.7.60, zuletzt geändert am 8.12.08.

⁸⁵⁸ Außenwirtschaftsgesetz (AWG) vom 28.4.61, neu bekanntgegeben am 27.5.09. Vgl. zu der Debatte um die Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes FAZ vom 20.8.08 „Das neue Außenwirtschaftsgesetz – ein Bumerang“ sowie „Deutschland bleibt ein investitionsoffenes Land“, FAZ vom 29.1.2008 „Hürden für Staatsfonds zulässig“, FAZ vom 4.12.07 „Heikler Schutz vor Staatsfonds“.

⁸⁵⁹ Vgl. auch *Kumpan* (2007), S.461.

⁸⁶⁰ Vgl. hierzu bereits Gliederungspunkt 6.3.2.2.2.

⁸⁶¹ Vgl. auch *Kirchner/Painter* (2000), S.358, 361 und 390.

⁸⁶² Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.388.

⁸⁶³ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.390f.

⁸⁶⁴ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.387 und 390.

Es kann also festgestellt werden, dass Verteidigungsmaßnahmen im Hinblick auf die Schaffung von Wettbewerbsgleichheit zwischen unterschiedlichen Jurisdiktionen im Vergleich zu hoheitlich initiierten Maßnahmen das größere Potential bergen, zur Funktionsfähigkeit des Übernahmemarkts und zum Schutz der am Zielunternehmen beteiligten Akteure beizutragen. In diesem Zusammenhang kann zumindest angedacht werden, ob nicht funktionierende Regelungen zu Verteidigungsmaßnahmen den politischen Handlungsdruck verringern und damit einer wenig effizienten externen Regulierung vorbeugen könnten.

7.1.2.1.2 Positive Effekte aus der Verringerung der Ausbeutungsgefahr der Aktionäre des Zielunternehmens

7.1.2.1.2.1 Die positiven Effekte

Unabhängig davon, wer die Entscheidungskompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen inne hat, haben Verteidigungsmaßnahmen den Vorteil, dass sie eine inadäquate Übernahmeprämie in die Höhe treiben können. Aber auch schon die bloße Möglichkeit Verteidigungsmaßnahmen zu treffen wird potentielle Bieter dazu motivieren, ihre Angebotsunterlage sorgfältig auszuarbeiten und eine attraktive Gegenleistung für die Aktionäre des Zielunternehmens anzubieten.⁸⁶⁵ Das Interesse der Kapitalanleger an einer Renditesteigerung ihrer Kapitalanlage wird damit geschützt, und übernahmebedingte Effizienzgewinne werden nicht allein dem Bieter sondern auch den Aktionären des Zielunternehmens zufließen.⁸⁶⁶ Auf diese Weise wird das Vertrauen der Kapitalanleger gestärkt und der ex-ante Anreiz für Investitionen in den Kapitalmarkt erhöht.⁸⁶⁷

Daneben kann die Ausbeutungsgefahr der Aktionäre durch Verteidigungsmaßnahmen für den Fall verringert werden, dass die Entscheidungskompetenz über ihr Ergreifen bei dem Management des Zielunternehmens liegt, soweit dieses pflichtgemäß handelt. Denn Aktionäre können einem faktischen Zwang zur Annahme des Übernahmeangebots unterliegen.⁸⁶⁸ Da sich die Aktionäre in einer Publikumsgesellschaft mit breitem Streubesitz bei einem Übernahmeangebot nicht über ihr Verhalten verständigen können, muss jeder Aktionär mit der Möglichkeit

⁸⁶⁵ Vgl. auch *Fleischer/Kalss* (2002), S.105f. im Zusammenhang mit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot.

⁸⁶⁶ Vgl. *Haddock/Macey/McChesney* (1987), S.702; *Kirchner* (2000b), S.1824; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁸⁶⁷ Vgl. *Haddock/Macey/McChesney* (1987), S.702; dahingehend auch *Birke* (2006), S.77; *Mühle* (2002), S.282; *Kühner/Schilling* (2002), S.462.

⁸⁶⁸ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.187ff. und 220.

rechnen, dass die übrigen Aktionäre auf das Angebot eingehen und dass es damit, unabhängig von seiner Entscheidung über die Annahme des Angebots, zu einer Übernahme kommt. Deshalb muss jeder Aktionär befürchten, als Minderheitsaktionär in dem übernommenen Unternehmen zu verbleiben, wenn er das Angebot nicht annimmt. Die Aktionäre des Zielunternehmens unterliegen also dem bereits zuvor dargestellten Druck, das Angebot anzunehmen⁸⁶⁹ und es wird möglicherweise auch dann Erfolg haben, wenn der gebotene Preis aus Sicht der Aktionärsmehrheit als zu gering angesehen wird.⁸⁷⁰ Diese Drucksituation wird verstärkt, wenn ein Bieter in Ermangelung der Pflicht zur Abgabe eines Vollangebots ein zweiteiliges Angebot abgeben kann, bei dem nach Erwerb der Kontrollmehrheit ein wesentlich geringerer Preis für die restlichen Aktien geboten wird.⁸⁷¹ In gleicher Weise wie es für die Aktionäre Probleme bereitet, sich über die Annahme des Übernahmeangebots abzustimmen, wird auch die Abstimmung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen problematisch sein.⁸⁷² Hinzu treten organisatorische Hindernisse hinsichtlich der Veranstaltung und dem Ablauf der Hauptversammlung, die eine Partizipation aller von der Übernahme betroffenen Aktionäre an dem Entscheidungsprozess erschweren.⁸⁷³

Stehen die Aktionäre nun auf der einen Seite unter dem Druck, das Angebot faktisch annehmen zu müssen, und können sie sich auf der anderen Seite wegen der Probleme der Kollektiventscheidung durch die Abstimmung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen nicht effektiv gegen ein inadäquates Übernahmeangebot wehren, so bietet sich der Vorstand als Agent der Aktionäre an, für sie die nötigen Maßnahmen zu ergreifen, um die Ausbeutungsgefahr abzuwenden. Würde die Entscheidungskompetenz dem Vorstand zugunsten der Hauptversammlung entzogen, so könnte der Bieter die faktische Kompetenzlücke, die infolge der Probleme der Kollektiventscheidung und den damit verbundenen Hindernissen zur Kompetenzausübung entsteht, strategisch zulasten der Aktionäre ausnutzen.⁸⁷⁴ Im Hinblick auf die Probleme des Gefangenendilemmas und der kollektiven Entscheidungsprozesse, haben Verteidigungsmaßnahmen in der Entscheidungskompetenz des Vorstands folglich den Vorteil, die Aktionäre des Zielunternehmens

⁸⁶⁹ Vgl. Gliederungspunkt 3.1.3.3.

⁸⁷⁰ Vgl. zu der Diskussion *Arnold* (2007), S.238f.; *Dimke* (2007), S.514f.; *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.59; *Liekefett* (2004), S.834; grundlegend *Bebchuk* (1985), S.1717ff.; *Bebchuk* (1988), S.371ff.; *Bebchuk* (2002), S.981f.; *Lowenstein* (1983), S.249ff.

⁸⁷¹ Vgl. *Dimke* (2005), S.514; *Kirchner* (1999), S.489; grundlegend *Reul* (1991).

⁸⁷² Vgl. grundlegend *Bebchuk* (1988), S.371ff.

⁸⁷³ Vgl. Gliederungspunkt 7.2.2.1.

⁸⁷⁴ Vgl. *Coppik* (2006), S.238; *Kirchner* (1999), S.487; *Kirchner* (2000b), S.1824; *Kirchner* (2002), S.55; *Lowenstein* (1983), S.249ff.; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

vor Ausbeutung zu schützen, solange sichergestellt ist, dass der Vorstand bei der Kompetenzausübung die Aktionärsinteressen in gebotenem Maße berücksichtigt.

7.1.2.1.2.2 Kritische Würdigung

Gegen das Argument, Verteidigungsmaßnahmen, die den Schutz der Aktionäre vor Ausbeutung durch den Bieter erhöhen, sein ökonomisch begrüßenswert, wird zum Teil vorgebracht, ein Schutz der Aktionäre vor benachteiligenden Übernahmen sei nicht erforderlich, weil sie ihr Portfolio diversifizieren könnten bzw. ohnehin über ein diversifiziertes Portfolio verfügen.⁸⁷⁵ Diversifizierte Anleger würden dann nämlich schon allein aufgrund der Tatsache, dass eine effizienzsteigernde Übernahme stattgefunden hat, profitieren, und eine Schlechterstellung der Aktionäre des Zielunternehmens fiele nicht ins Gewicht, da sich die Verhandlungseffekte aus dem Übernahmeverfahren für die Aktionäre letztlich neutralisieren, solange sie infolge ihren diversifizierten Portfolios auch an dem Bieterunternehmen beteiligt sind.

Es ist jedoch bereits zweifelhaft, ob Anleger über ein hinreichend diversifiziertes Portfolio verfügen und sich die Verhandlungseffekte hinsichtlich der Häufigkeit von Übernahmen sowie dem Zeithorizont der Anlage entsprechend neutralisieren.⁸⁷⁶ Diese Zweifel werden dadurch bestärkt, dass Bieter mehrfach andere Zielunternehmen akquirieren können, während ein Zielunternehmen regelmäßig nur einmal übernommen wird. Dies spricht dafür, dass Bieterunternehmen im Vergleich zu Zielunternehmen in Anlegerportfolios tendenziell stärker vertreten sind.⁸⁷⁷ Zudem ist die Diversifikation mit Informations- und Agenturkosten verbunden, womit dem Diversifikationsgrad kostenbedingte Grenzen gesetzt sind.⁸⁷⁸ Im Hinblick auf die Internationalisierung der Übernahmeaktivität verliert das infrage stehende Argument ebenfalls an Gewicht. Auch wenn unterstellt wird, dass die Portfolios von Anlegern zu einem gewissen Grad diversifiziert sind, so ist – insbesondere unter transatlantischer Perspektive - nicht zu erwarten, dass sich die Diversifikation in ausreichender Weise auf alle Länder erstreckt, aus denen Übernahmeangebote drohen.⁸⁷⁹ Außerdem muss beachtet werden, dass Übernahmean-

⁸⁷⁵ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1982a), S.8; *Easterbrook/Fischel* (1982b), S.712; *Hahn* (1990), S.17; *Merkt* (2001), S.238; *Liekefett* (2004), S.834.

⁸⁷⁶ Vgl. *Birke* (2006), S.68; hierzu auch *Herkenroth* (1994), S.345; zu empirischen Nachweisen aus den USA *Bebchuk* (1982b), S.29; *Brudney* (1983), S.1099.

⁸⁷⁷ Vgl. *Birke* (2006), S.68.

⁸⁷⁸ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.345; *Kuhner/Schilling* (2002), S.462.

⁸⁷⁹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.55; *Kirchner/Painter* (2002), S.459.

gebote nicht allein von Publikumsgesellschaften ausgehen, an denen sich Anleger mit dem Erwerb öffentlich gehandelter Wertpapiere beteiligen können. Vielmehr geht die Übernahmeaktivität in steigendem Maße von Investmentgesellschaften aus, deren Anteile nicht öffentlich gehandelt und in dementsprechend geringem Maße in diversifizierten Portfolios vorhanden sein werden. Häufig ist eine dahingehende Diversifikation der Portfolios auch schlicht unmöglich.⁸⁸⁰ Deshalb widerspricht es auch der wohlfahrtsökonomischen Zielvorstellung, das Schutzobjekt unternehmens- und gesellschaftlicher sowie kapitalmarktrechtlicher Regelungen exklusiv in der Figur des diversifizierten Anlegers zu lokalisieren. Hinzu tritt die Tatsache, dass, rechtlich gesehen, verbriefte Anteile börsennotierter Unternehmen Eigentum im Sinn des Art. 14 GG sind, das als solches durch die Rechtsordnung schutzwürdig ist. Ein verminderter Schutz der konkreten Eigentumspositionen in Form der Unternehmensbeteiligung unter Verweis auf die mögliche Diversifikation der Anleger wäre damit nicht zu vereinbaren.⁸⁸¹

Gegen positive ökonomische Effekte von Verteidigungsmaßnahmen zugunsten der Aktionäre des Zielunternehmens wird desweiteren vorgebracht, dass der Gewinn eines erfolgreichen Bieters gleichhohen Verlusten der Aktionäre des Zielunternehmens gegenüber stehe.⁸⁸² Dieses Argument ist insofern beizupflichten, als das Umverteilungsproblem, das mit der Ausbeutungsgefahr der Aktionäre einhergeht, in der Tat nach der ökonomischen Theorie streng zu trennen ist von Problemen, die die effiziente Allokation von dem im Unternehmen gebundenen Kapital betreffen. Denn auch Unternehmensübernahmen zum Nachteil der Aktionäre des Zielunternehmens können dazu führen, dass die Ressourcen des Unternehmens einem besseren Verwender zugeführt werden.⁸⁸³ Allerdings können Umverteilungsprobleme ökonomisch nachteilige Auswirkungen auf den Markt für Unternehmenskontrolle haben. Denn Umverteilungswirkungen zulasten der Aktionäre des Zielunternehmens bergen die Gefahr, dass Marktteilnehmer infolge von antizipierten Umverteilungsproblemen höhere Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt verlangen, sich von dem Kapitalmarkt zurückziehen oder von diesem verdrängt werden. Ferner bestehe die Gefahr, dass die Marktteilnehmer aufgrund der Umverteilungsprobleme versuchen werden, Transaktionen auf ein Mindestmaß zu reduzieren, was zu einer Beeinträchtigung der Aktivität auf dem Übernahmemarkt führt. Von einem solchen Rückgang der Aktivität auf dem Übernahmemarkt können auch allokationseffiziente Übernahmen betroffen sein, womit Umverteilungs-

⁸⁸⁰ Vgl. dahingehend *Birke* (2006), S.68.

⁸⁸¹ Vgl. *Kuhner/Schilling* (2002), S.462.

⁸⁸² Vgl. hierzu *Fleischer/Kalss* (2002), S.36.

⁸⁸³ Vgl. *Kirchner* (2002), S.57.

probleme durch die Gefahr des Marktversagens zumindest mittelbar Allokationsprobleme nach sich ziehen können.⁸⁸⁴ Das Argument, Umverteilungsprobleme im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen seien aus ökonomischer Perspektive ein Nullsummenspiel hält einer konsequenten ökonomischen Betrachtung folglich nicht stand.

Durch die Steigerung der Übernahmeprämie können Verteidigungsmaßnahmen zum Schutz der Aktionäre vor der Ausbeutungsgefahr beitragen und damit die allokativen Funktion des Markts für Unternehmensübernahmen stärken.⁸⁸⁵ Besteht keine Möglichkeit zur Ausbeutung der Aktionäre, so wird zugleich der Gefahr vorgebeugt, dass Übernahmeverluste entstehen, die nicht durch den Übernahmehutzen kompensiert werden.⁸⁸⁶ Im Hinblick auf das Problem der Kollektiventscheidung und den Entscheidungsdruck, dem die Aktionäre des Zielunternehmens durch ein Übernahmeangebot ausgesetzt sein können, bietet es sich in diesem Zusammenhang an, die Entscheidungskompetenz dem Management des Zielunternehmens zu übertragen.

7.1.2.1.3 Positive Effekte bei der Entscheidungskompetenz des Managements

7.1.2.1.3.1 Möglichkeit des amtierenden Managements unternehmenswertsteigernde Maßnahmen zu ergreifen

Verteidigungsmaßnahmen können auch im Verlauf eines bereits abgegebenen Übernahmeangebots dazu beitragen, die unternehmerische Effizienz zu verbessern.⁸⁸⁷ Zur Abwehr eines Übernahmeversuches liegt es insbesondere dann, wenn eine effizientere Geschäftsführung möglich ist, nahe, dass das amtierende Management aus Angst, infolge der Übernahme seine Kontrollposition zu verlieren, neue Anstrengungen zur Verbesserung des Unternehmenserfolges unternimmt. Damit können die Aktionäre dazu bewegt werden, das Übernahmeangebot nicht anzunehmen, sondern auf die Gewinnaussichten des Unternehmens mit dem bisherigen Management zu vertrauen.⁸⁸⁸ Auf diese Weise wird für die Aktionäre des Zielunternehmens eine für sie günstige zusätzliche Handlungsoption geschaffen. Für sie gilt es dann abzuwägen, ob sie kurzfristige Gewinne aus einem über dem

⁸⁸⁴ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.1.4; dahingehend auch *Fleischer/Kalss* (2002), S.36; *Kirchner* (2002), S.57.

⁸⁸⁵ Vgl. dahingehend *Mühle* (2002), S.282; *Kirchner* (2002), S.54f.; *Kuhner/Schilling* (2002), S.463.

⁸⁸⁶ Vgl. *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁸⁸⁷ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.99.

⁸⁸⁸ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.102; zu diesem Aspekt auch Gliederungspunkt 7.1.2.1.1.1.

Börsenkurs liegenden Angebot liquidieren oder an einer regelmäßig langfristig zu erwartenden Unternehmenswertsteigerung⁸⁸⁹ durch die vom Management ergriffenen Maßnahmen teilhaben wollen.⁸⁹⁰ Führen die Maßnahmen bereits kurzfristig zu Unternehmenswertsteigerungen und haben diese eine Steigerung des Börsenkurses zur Folge, so würde das Interesse der Aktionäre an dem Übernahmeangebot entsprechend dem Grad sinken, wie sich der Börsenkurs dem Angebotspreis nähert. Denn die Aktionäre bewerten das Übernahmeangebot nicht isoliert, sondern relativ zu anderen Optionen.⁸⁹¹

Vorstellbare Verteidigungsmaßnahmen in diesem Zusammenhang sind der Verkauf wesentlicher Vermögensbestandteile sowie der Zukauf von Gesellschaftsvermögen. Das Abstoßen von, für den Bieter interessanten Vermögensteilen ist für das Unternehmen nur dann nachteilig, wenn es ausschließlich als Verteidigungsmaßnahme erfolgt und nicht durch wirtschaftliche Überlegungen bestimmt ist. So kann der Verkauf wesentlicher Unternehmensteile auch im Rahmen einer unternehmerischen Umstrukturierung oder zur Neuanlage von Vermögenswerten sinnvoll sein.⁸⁹² Zudem kann der Verkauf wesentlicher Vermögensbestandteile an einen potentiellen Geschäftspartner dazu dienen, strategische Allianzen zu schmieden. Aber auch das Abstoßen solcher Unternehmensteile, die nicht in das unternehmenspolitische Konzept passen und daher nicht hinreichend effizient geführt werden können, ist eine unternehmerisch durchaus sinnvolle Maßnahme und kann zu Kosteneinsparungen führen.⁸⁹³

Andererseits kann auch der Zukauf von Gesellschaftsvermögen zu einer Unternehmenswertsteigerung führen und gleichzeitig die Übernahme für den Bieter weniger attraktiv machen. Verfügt das Unternehmen über überschüssige liquide Mittel, so besteht die Gefahr, dass diese von dem Management nicht im Sinne der Anteilseigner verwendet werden, was negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat. Auf der anderen Seite wird ein Unternehmen mit überschüssigen liquiden Mitteln für einen Kontrollerwerb besonders attraktiv, weil im Falle einer Übernahme nicht nur an möglichen Allokationsgewinnen partizipiert werden kann, sondern auch der potentielle Mehrwert der freien Vermögenswerte, der we-

⁸⁸⁹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.103.

⁸⁹⁰ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

⁸⁹¹ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1825; zu einer ökonomischen Beurteilung von, auf eine kurzfristige Unternehmenswertsteigerung angelegte, Verteidigungsstrategien mit grundsätzlich positiver Einschätzung, *Immenga/Noll* (1990), S.103f.

⁸⁹² Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.106.

⁸⁹³ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.37.

gen der Missbrauchsgefahr nicht vollständig im Aktienkurs des Zielunternehmens aufgeht, realisiert wird.⁸⁹⁴ Liquide Mittel können durch den Zukauf von Gesellschaftsvermögen gebunden werden. Außerdem können mit dem Zukauf von Gesellschaftsvermögen neue Erlöspotentiale oder sogar neue gewinnbringende Märkte erschlossen werden sowie ebenfalls strategische Allianzen geschmiedet werden. Soweit der Zukauf von Gesellschaftsvermögen unternehmerisch geboten ist, kann diese Verteidigungsmaßnahme geeignet sein, die Übernahme für den Bieter unattraktiver zu machen und gleichzeitig zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beizutragen.

Nur wenn solche unternehmenswertsteigernden Verteidigungsmaßnahmen ergriffen werden können, kann auch die ökonomisch wünschenswerte Disziplinierungsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle über den Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebots hinaus Wirkung auf das Management entfalten.⁸⁹⁵ Hinzu kommt, dass durch das Übernahmeangebot selbst eine neue Informationsgrundlage geschaffen wird, die dem amtierenden Management einen neuen Handlungsrahmen eröffnet, in dem die Unternehmensressourcen effizienter eingesetzt werden können als bei dem Bieter.⁸⁹⁶ Auch diesem Umstand kann nur Rechnung getragen werden, wenn dem Management die Möglichkeit gegeben ist, entsprechende Maßnahmen zu ergreifen. Grundsätzlich sind Verteidigungsmaßnahmen des Managements des Zielunternehmens deshalb sowohl aus Sicht der Aktionäre als aus Gründen der Allokationseffizienz ökonomisch positiv zu beurteilen, soweit sie zu Unternehmenswertsteigerungen führen.⁸⁹⁷

7.1.2.1.3.2 Berücksichtigung des Unternehmensinteresses

Auch die Berücksichtigung der von dem Unternehmensinteresse umfassten Interessen der Arbeitnehmer und Fremdkapitalgeber bei der Entscheidung des Managements des Zielunternehmens über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen kann ökonomisch positive Effekte haben.

Soweit Fremdkapitalgeber befürchten müssen, dass ihre Interessen im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots keine Berücksichtigung finden, wird sich diese Erwartung negativ auf die Kreditkonditionen niederschlagen. Die Finanzie-

⁸⁹⁴ Vgl. hierzu bereits Gliederungspunkt 3.1.1.

⁸⁹⁵ Vgl. dahingehen *Immenga/Noll* (1990), S.102.

⁸⁹⁶ Vgl. *Kirchner* (2002), S.58.

⁸⁹⁷ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.105; *Kirchner* (1999), S.489.

rungskosten eines potentiellen Zielunternehmens werden infolgedessen steigen.⁸⁹⁸ Mit dem Schutz der Fremdkapitalgeber kann auf der anderen Seite ein ökonomisch vorteilhafter Investitionsanreiz geschaffen werden.⁸⁹⁹ Zwar sind übernahmerechtliche Regelungen nicht die einzigen, die den Schutz der Fremdkapitalgeber gewährleisten können und sollten, doch bietet die, wenn auch nachrangige, Berücksichtigung der Fremdkapitalgeberinteressen in Übernahmeverfahren die Möglichkeit, in der konkreten Übernahme-situation entsprechende fremdkapitalgeberschützende Maßnahmen zu ergreifen. Dadurch könnte zugleich der Anreiz zur Vereinbarung strenger transaktionskostenintensiver *change of control* Klauseln in den Verträgen mit Fremdkapitalgebern gesenkt bzw. abgemildert werden. Insbesondere dieser Aspekt der *change of control* Klauseln kann auch im Hinblick auf die Lieferanten und Abnehmer von Bedeutung sein.

Ist es dem Management des Zielunternehmens nicht möglich, Verteidigungsmaßnahmen im Unternehmensinteresse zu ergreifen, so werden auch die Arbeitnehmer versuchen, ihre Position in ähnlicher Weise abzusichern, wie sie im Fall anderer Formen der Unternehmenskonzentration besteht, in denen der Vorstand im Unternehmensinteresse handeln muss.⁹⁰⁰ Da privatrechtliche Vereinbarungen zwischen dem Unternehmen als Arbeitgeber und den Arbeitnehmern zu deren Schutz mögliche übernahmerechtliche Regelungen nicht ersetzen können, sind Regelungen zum Schutz der Arbeitnehmer im Übernahmeverfahren allein auf arbeitsrechtlicher Ebene vorstellbar.⁹⁰¹ Können entsprechende Absicherungsmechanismen im Arbeitsrecht durchgesetzt werden, so könnte argumentiert werden, die Notwendigkeit, dass der Vorstand des Zielunternehmens die Arbeitnehmerinteressen bei seiner Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen berücksichtigt, sei obsolet geworden. Es darf allerdings nicht außer Acht gelassen werden, dass durch die Absicherungsmaßnahmen auf arbeitsrechtlicher Ebene zusätzliche Transaktionskosten infolge der Durchsetzung dieser Maßnahmen anfallen können.⁹⁰² Zudem wird mit solchen Regelungen weniger flexibel und situationsbezogen auf das Übernahmeangebot eingegangen werden können.⁹⁰³

⁸⁹⁸ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

⁸⁹⁹ Vgl. dahingehend *Shleifer/Summers* (1991), S.41; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁹⁰⁰ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489; zu den Gefahren aus der rechtlichen Ungleichbehandlung unterschiedlicher Transaktionsformen bereits Gliederungspunkt 6.3.2.2.1.

⁹⁰¹ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

⁹⁰² Vgl. *Kirchner* (1999), S.489; kritisch *Liekefett* (2004), S.835.

⁹⁰³ Vgl. hierzu bereits Gliederungspunkt 7.1.2.1.1.3.

Im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Unternehmen als Arbeitgeber, Steuerquelle sowie Innovations- und Produktionsfaktor kann es in Ausnahmefällen, in denen das Unternehmenswohl durch eine Übernahme gefährdet ist, geboten sein, dass der Vorstand sich zugunsten langfristiger Unternehmensziele und des Unternehmenswohls über die kurzfristigen Verkaufsinteressen der Aktionäre hinwegsetzt.⁹⁰⁴ Eine solche Sichtweise ist auch in der deutschsprachigen Literatur auf breite Zustimmung gestoßen, soweit von der Entscheidung des Vorstands nicht diejenigen Investitions- Desinvestitions- und Strukturrentscheidungen berührt werden, die das Gesetz in die Kompetenz der Aktionäre stellt.⁹⁰⁵

Es kann damit festgestellt werden, dass auch der Schutz des, über die Shareholderinteressen hinausgehenden Unternehmensinteresses im Übernahmeverfahren positive ökonomische Effekte hat. Ein so verstandenes Unternehmensinteresse kann jedoch nur dann Berücksichtigung finden, wenn die Entscheidungskompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen dem Vorstand zusteht, der dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist.

7.1.2.1.3.3 Das Management als *cheapest cost avoider*

Ein letzter Aspekt, der aus ökonomischer Perspektive für die Möglichkeit des Vorstandes spricht, Verteidigungsmaßnahmen ergreifen zu können, setzt weniger an den unmittelbaren positiven ökonomischen Effekten von Verteidigungsmaßnahmen an, als vielmehr an den Grundsätzen der Agenturtheorie.⁹⁰⁶ Der Agenturtheorie zufolge entstehen Publikumsgesellschaften, da sie eine nützliche Organisationsform darstellen, die es ermöglicht, den Faktor Management und der Faktor Eigenkapital ressourcenschonend zu kombinieren.⁹⁰⁷ Insbesondere stellt die Publikumsgesellschaft für die Anleger eine Institution zur Verfügung, mit deren Hilfe vertragliche Auftragsbeziehungen mit Managern eingegangen werden können, die über die für die jeweilige Anlage erforderlichen spezifischen unternehmerischen Kenntnissen und Fähigkeiten verfügen.⁹⁰⁸

⁹⁰⁴ Vgl. zur Diskussion und entsprechenden Standpunkten aus der US-amerikanischen Literatur und Rechtssprechung *Immenga/Noll* (1990), S.100f.; *Meier-Schatz* (1985), S.86 und 102.

⁹⁰⁵ Vgl. *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.101 und 114; *Dimke/Heiser* (2001), S.247f.; *Hopt* (2000), S.1393; *KöKoAktG-Mertens*, § 76 Rn.26.

⁹⁰⁶ Vgl. zur Agenturtheorie bereits Gliederungspunkt 2.4.2

⁹⁰⁷ Vgl. *Fama/Jensen* (1983a), S.301f.; so auch *Ruffner* (2000), S.131.

⁹⁰⁸ Vgl. *Ruffner* (2000), S.131.

Demensprechend ist zu erwarten, dass das Management auch hinsichtlich der Beurteilung des Übernahmeangebots gegenüber den Anteilseignern über einen Informationsvorsprung verfügt und Chancen und Risiken des Angebots hinsichtlich zu erwartender Wertsteigerungspotentiale am besten einschätzen kann.⁹⁰⁹ Auf der anderen Seite sind insbesondere Kleinanleger mit erheblichem Informations-, Planungs- und Qualifizierungsaufwand und den daraus resultierenden Transaktionskosten konfrontiert, wenn sie in ähnlich fundierter Weise wie das Management über das Übernahmeangebot entscheiden wollen.⁹¹⁰

Nach der Agenturtheorie ist der Vorstand des Zielunternehmens bei der Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen, aufgrund seines Informationsvorsprunges gegenüber den Aktionären, grundsätzlich der sogenannte *cheapest cost avoider*, solange durch entsprechende Mechanismen sichergestellt ist, dass der Vorstand auch seiner Pflichtenstellung gemäß handelt.⁹¹¹

7.1.2.2 Mögliche negative ökonomische Effekte

7.1.2.2.1 Beeinträchtigung der Aktivität am Übernahmemarkt

Mögliche negative ökonomische Effekte von Verteidigungsmaßnahmen werden darin gesehen, dass sie die Aktivität am Übernahmemarkt beeinträchtigen.⁹¹² Ausgehend von der grundsätzlich anzuerkennenden Annahme, Unternehmensübernahmen seien geeignet, die allgemeine Wohlfahrt zu steigern,⁹¹³ wird argumentiert, dass Verteidigungsmaßnahmen, sollten sie erfolgreich sein, eine Übernahme verhindern, die aller Wahrscheinlichkeit nach zu Wohlfahrtssteigerungen geführt hätte. Selbst wenn Verteidigungsmaßnahmen nicht erfolgreich wären, so würden sie doch Kosten verursachen, die Übernahme verteuern und die Erträge des Bieters aus der Übernahme schmälern. Infolgedessen wäre es für potentielle Bieter weniger lukrativ, die Kosten für die Suche nach geeigneten Übernahmekandidaten auf sich zu nehmen. Im Ergebnis führe dies zu einem Rückgang der Aktivität am Markt für Unternehmenskontrolle und der Zahl öffentlicher Unternehmensübernahmen. Mit dem Rückgang der Unternehmensübernahmen nehme auch die disziplinierende Wirkung auf das Management ab, weshalb höhere Agen-

⁹⁰⁹ Vgl. Wiese/Demisch (2001), S.850.

⁹¹⁰ Vgl. Elschen (1991), 1004; Wiese/Demisch (1991), S.850.

⁹¹¹ Vgl. Coppik (2007), S.267 im Zusammenhang mit der der Pflicht des Vorstands eine Stellungnahme zu dem Übernahmeangebot abzugeben.

⁹¹² Vgl. grundlegend Easterbrook/Fischel (1981), S.1161ff.

⁹¹³ Vgl. hierzu Gliederungspunkt 3.2.2.

turkosten zu erwarten seien. Die daraus folgenden Abschläge bei den Börsenkursen erhöhen wiederum die Kapitalkosten für die Unternehmen.⁹¹⁴

Studien aus den USA belegen allerdings, dass öffentliche Unternehmensübernahmen dort viel häufiger vorkommen, wo die Restriktionen für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahme verhältnismäßig gering sind. In diesem Zusammenhang sind insbesondere Bundesstaaten wie Delaware zu nennen.⁹¹⁵ Allerdings können diese Studien nur als Indiz gesehen werden, denn die Ergebnisse lassen sich nicht ohne Weiteres auf die europäische bzw. deutsche Situation übertragen, in der auch andere Faktoren Einfluss auf die Übernahmeaktivität haben können. Entscheidend gegen die Befürchtung Verteidigungsmaßnahmen beeinträchtigen die Wohlfahrt, dürfte die Erkenntnis sprechen, dass Unternehmensübernahmen nicht per se allokat ionseffizient sein müssen. So können Ineffizienzen des Kapitalmarkts, Transaktionskosten, positive und negative externe Effekte sowie ordnungspolitische Gesichtspunkte die Allokationseffizienz des Übernahmemarkts beeinträchtigen und sogar negative Allokationswirkungen haben,⁹¹⁶ die andererseits durch Verteidigungsmaßnahmen, wie zuvor dargestellt, abgemildert werden können.⁹¹⁷ Die Argumentation gegen die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen kann letztlich nur dann überzeugen, wenn nachgewiesen wird, dass die aus dem Verbot von Verteidigungsmaßnahmen resultierende höhere Aktivität am bernahmemarkt und die damit einhergehende Steigerung der disziplinierenden Wirkung auf das Management und den eingesparten Agenturkosten die Verluste aus der Zunahme ineffizienter Unternehmensübernahmen kompensieren. Das ist bisher nicht gelungen.

7.1.2.2.2 Beeinträchtigung der Disziplinierungsfunktion des bernahmemarkts

Argumentiert wird darüberhinaus, dass Verteidigungsmaßnahmen insbesondere dann negative ökonomische Effekte haben, wenn sie in der Entscheidungskompetenz des Vorstands des Zielunternehmens liegen.⁹¹⁸ Denn gerade das Management solcher Unternehmen, die im Wettbewerb schlecht abschneiden und deren Börsenkurs aus diesem Grund niedrig ist, seien für Übernahmeversuche besonders gefährdet. In dieser Situation sei aber die Annahme des Übernahmeangebots im

⁹¹⁴ Vgl. Mülbert/Birke (2001), S.709.

⁹¹⁵ Vgl. hierzu Körner (2001), S.370 m.w.N.

⁹¹⁶ Vgl. hierzu Gliederungspunkt 3.2.3.

⁹¹⁷ Vgl. Gliederungspunkt 7.1.2.1.

⁹¹⁸ Vgl. Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer (1990), S.101f. und 113f.; Immenga/Noll (1990), S.101; Mülbert/Birke (2001), S.709; grundlegend Easterbrook/Fischel (1981), S.1161ff.; hierzu auch Jarrell/Brickley/Netter (1988), S.58.

besten Interesse der Aktionäre und wegen der Allokationsverbesserung der im Unternehmen gebundenen Ressourcen gesamtwirtschaftlich wünschenswert. Wegen des übernamespezifischen Interessenskonflikts sei nun insbesondere bei solchen ökonomisch begrüßenswerten Übernahmeangeboten zu erwarten, dass sich ein eigennütziges Management, auch entgegen seiner unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Pflichtenstellung, gegen das Angebot wehren wird.⁹¹⁹

Dieser Argumentation ist dem Grunde nach zuzustimmen. Allerdings kann sie nicht herangezogen werden, um generell gegen die Möglichkeit von Verteidigungsmaßnahmen zu plädieren. Sie beschreibt vielmehr Probleme in der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent, die es zu lösen gilt, um die potentiell positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen realisieren zu können.

7.1.2.2.3 Vernachlässigung der Aktionärsinteressen

Gegen die Möglichkeit des Managements Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, wird desweiteren eingewendet, dass die infolge der Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse zu berücksichtigenden Interessen der übrigen Stakeholder zu hohen Agenturkosten zulasten der Aktionäre führen. Denn die Kontrolle eines Managements, das mehreren Interessengruppen verpflichtet ist, werde schwieriger. Auch dieser Sachverhalt führe wiederum zu einer Beeinträchtigung des Markts für Unternehmenskontrolle durch die, von den Anlegern antizipierten Agenturkosten.⁹²⁰

Allerdings wird hierbei ebenfalls übersehen, dass das Argument weniger gegen die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen durch den Vorstand spricht, als vielmehr darauf hindeutet, dass die Kontrollprobleme der multiplen Prinzipal-Agent Beziehung im Übernahmeverfahren angegangen werden müssen.⁹²¹ Erst wenn ausgeschlossen werden kann, dass diese Probleme lösbar sind, gewinnt die Forderung nach einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands an Gewicht.

7.1.2.2.4 Hohe Kosten von Verteidigungsmaßnahmen für Zielunternehmen und Bieter

⁹¹⁹ Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 5.1.

⁹²⁰ Vgl. *Mülbert* (1999), S.85f.; hierzu auch *Kirchner* (1999), S.489.

⁹²¹ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

Schließlich wird gegen Verteidigungsmaßnahmen eingewendet, sie seien häufig mit erheblichen Kosten für das Zielunternehmen sowie den Bieter verbunden.⁹²² Als Beispiele werden im Zusammenhang mit den Kosten aufseiten des Zielunternehmens insbesondere der Verkauf von Unternehmensvermögen, Gegenangebote und Werbemaßnahmen des Vorstands des Zielunternehmens genannt. Durch solche kostspieligen Maßnahmen werden nicht allein Wertsteigerungen aus der Übernahme verhindert, sondern sie wirken auch wertvernichtend auf das Unternehmensvermögen.

Darüberhinaus wird argumentiert, für Bieter entstehe infolge von Verteidigungsmaßnahmen ein hoher Preisdruck, der zu einem Rückgang der Übernahmeaktivität führe. Außerdem habe das Scheitern eines Übernahmeversuches zur Folge, dass bisher angefallene Such- und Angebotskosten des Bieters vergeblich aufgewendet wurden.⁹²³ Dieses Kostenargument kann jedoch nicht zur generellen Ablehnung von Verteidigungsmaßnahmen herangezogen werden. Hinsichtlich möglicher Kosten auf Bieterseite muss beachtet werden, dass diese als Transaktionskosten eines funktionierenden Marktprozesse in Kauf zu nehmen sind. Was die Kosten aufseiten des Zielunternehmens betrifft, so bedarf es je nach Übernahmesituation eines Nutzenvergleiches zwischen den anfallenden Kosten aus den zur Verfügung stehenden Verteidigungsmaßnahmen und deren Nutzen, beispielsweise durch die Steigerung der Übernahmeprämie oder der Abwehr eines, das Unternehmensinteresse gefährdenden Angebots. Wie möglicherweise wertvernichtende Verteidigungsmaßnahmen verhindert werden können, ist neben allgemeinen Informationsproblemen dann wiederum eine Frage der Ausgestaltung der Kompetenzen zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen im Übernahmeverfahren.

7.1.2.3 Stellungnahme

Geht man davon aus, dass Verteidigungsmaßnahmen ökonomisch begrüßenswerte Effekte haben können, so stellt sich zunächst die Frage, auf welche Weise diese Effekte realisiert werden können. Zudem muss diskutiert werden, ob nicht ähnliche Effekte auf andere Weise, beispielsweise durch eine entsprechende Gestaltung der Pflichten des Bieters im Angebotsannahmeverfahren, herbeigeführt werden können. Auch muss abgewogen werden, ob die, durch das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu erzielenden positiven Effekte, die damit einhergehende Ab-

⁹²² Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.99; *Mülbert/Birke* (2001), S.709; hierzu auch *Coppik* (2007), S.137f.; *Koch* (2001), S.1; *Mühle* (2002), S.282.

⁹²³ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.187ff.; hierzu auch *Arnold* (2007), S.238; *Coppik* (2007), S.137f.

schwächung des Disziplinierungseffektes kompensieren können.⁹²⁴ Hinsichtlich der Frage, wie Verteidigungsmaßnahmen effizient ermöglicht werden können, spielt die Lösung der Probleme im Zusammenhang mit den unternehmensinternen Prinzipal-Agent Beziehungen und den kollektiven Entscheidungsprozessen der Aktionäre des Zielunternehmens eine zentrale Rolle. Dabei stellt sich auch die Frage, welche der möglichen Entscheidungsinstanzen für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zur Lösung dieser Probleme am geeignetsten ist.

7.2 Die ökonomischen Regelungsprobleme

7.2.1 Verhaltenspflichten vor dem Hintergrund der unternehmensinternen Prinzipal-Agent Beziehungen

Wer in der Prinzipal-Agent Beziehung der Geschäftsführer ist, ist meist unstrittig. Für die vorliegend zu untersuchende Konstellation sind die Mitglieder des Vorstands des Zielunternehmens Geschäftsführer. Problematischer ist die Frage, wer in dem Zielunternehmen als Geschäftsherr infrage kommt. Für eine konsequente Anwendung der Prinzipal-Agent Theorie auf juristische Fragestellungen ist die Frage, wer Geschäftsherr ist, deshalb von entscheidender Bedeutung, weil nur nach einer solchen Klärung eine normative Aussage darüber getroffen werden kann, wie das Verhalten des Geschäftsführers im Hinblick auf die Interessen der Prinzipale zu regeln ist.⁹²⁵

In diesem Zusammenhang kommen zunächst die Aktionäre des Zielunternehmens als Prinzipale in Betracht, daneben aber auch die übrigen Stakeholder. Geht man von dem Verständnis der Institutionenökonomik vom dem Unternehmen als Vertragsnetz aus,⁹²⁶ so folgt daraus, dass vertragliche Beziehungen des Unternehmens mit dem Vorstand als zentrales Leitungsorgan nicht allein zu den Aktionären, sondern auch zu weiteren Beteiligten bestehen, womit deren Interessen für die Leitungstätigkeit des Vorstandes eine Rolle spielen sollten.⁹²⁷ Diese Sichtweise entspricht im Ergebnis weitestgehend der bereits untersuchten und in dieser Arbeit zugrundegelegten Verpflichtung des Vorstands auf das Interesse des Unterneh-

⁹²⁴ Vgl. *Kuhner/Schilling* (2002), S.463.

⁹²⁵ Vgl. hierzu *Kirchner* (2000b), S.1824.

⁹²⁶ Vgl. Gliederungspunkt 2.4.3.

⁹²⁷ Vgl. dahingehend *Arnold* (2007), S.30.

mens als Ressourcenpool und dessen Aufgabe, die unterschiedlichen Stakeholderinteressen bei seiner Entscheidungsfindung gegeneinander abzuwägen.⁹²⁸

Unter Bezugnahme auf die Prinzipal-Agent Theorie wird einer Ausrichtung des Leitungsmessens an einem umfassend verstandenen Unternehmensinteresse jedoch entgegengehalten, dass diese keine brauchbare Handlungsanweisung biete.⁹²⁹ Die Berücksichtigung der Interessen verschiedener Beteiligter verlange letztlich die gleichzeitige Maximierung mehrerer Zielgrößen, was unmöglich sei.⁹³⁰ Zudem würde die Bindung des Managements an verschiedenen Interessen dessen Handlungsspielraum erweitern und eine Kontrolle durch die Beteiligten wäre mit überproportional hohen Agenturkosten verbunden. Dies könnte zu einer faktischen Unmöglichkeit einer angemessenen Kontrolle des Managements führen, was die Gefahr opportunistischen Verhaltens erhöhe.⁹³¹

Diese Einwände sind durchaus aner kennenswert und erfahren bei Übernahmeverfahren durch den gesteigerten Interessenskonflikt der betroffenen Interessensgruppen aufseiten des Zielunternehmens sogar noch eine Verschärfung. Das kann aber letztlich nur bedeuten, dass die Agenturproblematik für die Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten komplexer wird. Der Schluss, andere Interessen als die der Aktionäre können nicht berücksichtigt werden, weil die damit einhergehenden Agenturprobleme unlösbar und eine effektive Kontrolle unmöglich seien, wäre indes übereilt.⁹³² Um Systembrüche und Marktverzerrungen zu vermeiden, ist es geboten, nach geeigneten rechtliche-institutionellen Lösungen zu suchen, mit denen auch die Berücksichtigung des Unternehmensinteresses und der davon, wenn auch nachrangig umfassten Interessen anderer Stakeholder gewährleistet werden kann.⁹³³ Entsprechende Lösungen wären dann einem Nutzenvergleich mit solchen Lösungen zu unterziehen, die die Interessen anderer Stakeholder nicht berücksichtigen. Nur wenn dargelegt werden kann, dass eine Ausklammerung anderer Stakeholderinteressen zu Ersparnissen an Agenturkosten und einer Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts führt, die nicht durch mögliche Nachteile, die sich aus der

⁹²⁸ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.2.1.1; *Hopt* (1993), S.536; *Hopt* (2002b), S.360; *Hüffer* (2008), § 76 Rn.12; *Kirchner* (2000b), S.1824f.; *Kort* (2000), S.1426; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁹²⁹ Vgl. *Arnold* (2007), S.31. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.37f.; *Jensen* (2000), S.2.; *Jensen* (2002), S.237f.

⁹³⁰ Vgl. *Arnold* (2007), S.31; *Jensen* (2002), S.238.

⁹³¹ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.38; *Jensen* (2000), S.2.

⁹³² Vgl. *Kirchner* (1999), S.484; *Wiese/Demisch* (2001), S.850.

⁹³³ Vgl. *Kirchner* (1999), S.484.

Nichtberücksichtigung des Unternehmensinteresses ergeben, überkompensiert werden, wäre eine alleinige Ausrichtung übernahmerechtlicher Regelungen auf die Aktionärsinteressen ökonomisch zu rechtfertigen.⁹³⁴

Als Lösungsweg, der die Interessen der anderen Stakeholder weitestgehend ausklammert, wird eine strikte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht für den Vorstand im Rahmen von Übernahmeverfahren diskutiert.⁹³⁵ Neben möglichen Nachteilen aus der Nichtberücksichtigung anderer Stakeholder besteht im Falle einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht die Gefahr, dass es zu Kompetenzlücken hinsichtlich des Ergreifens von Verteidigungsmaßnahmen kommt. Diese Kompetenzlücken können wiederum von dem Bieter zum Nachteil des Zielunternehmens ausgenutzt werden. Soll die Entscheidungskompetenz den Aktionären übertragen werden, so sehen sich diese mit dem Problem der Kollektiventscheidung und – im Falle einer Hauptversammlungskompetenz - der strategischen Wahl konfrontiert. Aber auch eine Kompetenzübertragung an den Aufsichtsrat kann mit Problemen verbunden sein. Auf die ökonomischen Probleme, die bei der Übertragung der Entscheidungskompetenz auf die Aktionäre und den Aufsichtsrat im Zusammenhang mit den unternehmensinternen Prinzipal-Agent Beziehungen auftreten können, wird nachfolgend eingegangen.

7.2.2 Die Schwächen des Aktionärsstimmrechts in der Hauptversammlung

Aus institutionenökonomischer Sicht ist das Aktionärsstimmrecht ein zentraler Mechanismus, um Lücken des unvollständigen Gesellschaftsvertrages im Verhältnis der Aktionäre untereinander sowie zu dem Vorstand als Geschäftsführer zu schließen.⁹³⁶ Damit kann das Stimmrecht als flexibles Instrument verstanden werden, das vor dem Hintergrund der Agenturproblematik, hinsichtlich der komplexen Langzeitverträge im Unternehmen, einerseits Anpassungen zulässt und andererseits ex-post opportunistisches Verhalten vonseiten des Management aber auch einzelner Aktionärsgruppen einschränkt.⁹³⁷ Allerdings hat das Aktionärsstimmrecht auch strukturelle Schwächen, die nachfolgend dargestellt werden.

7.2.2.1 Das Problem der kollektiven Aktion

⁹³⁴ Vgl. *Kirchner* (1999), S.484.

⁹³⁵ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.2.2.

⁹³⁶ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.66; *Ruffner* (2000), S.173.

⁹³⁷ Vgl. *Ruffner* (2000), S.173.

Wird die Kompetenz zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen der Hauptversammlung übertragen, so entscheidet diese über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen in Form einer Kollektiventscheidung, wenn die Aktiengesellschaft mehr als einen Aktionär hat.⁹³⁸ Das Problem einer solchen Kollektiventscheidung besteht darin, dass die Stimmrechtsausübung regelmäßig mit hohen Informations- und Transaktionskosten verbunden ist.⁹³⁹ Transaktionskosten entstehen den Aktionären zunächst einmal dadurch, dass allein die Präsenz in der Hauptversammlung gewisser Anstrengungen durch Anreise, Aufenthalt etc. bedarf und erheblichen Zeitaufwand erfordern kann. Für Inhaber grenzüberschreitender Beteiligungen ist dieser Kostenaufwand besonders hoch.⁹⁴⁰ In diesem Zusammenhang hat allerdings das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie⁹⁴¹ (ARUG), das am 29. Mai 2009 vom Bundestag verabschiedet wurde, einige Verbesserungen hinsichtlich des Verfahrens der Stimmrechtsausübung mit sich gebracht. So kann durch die Anpassung des § 118 Abs. 4 AktG die Entscheidung über die Übertragung der Hauptversammlung in Bild und Ton durch die Satzung an den Vorstand oder den Versammlungsleiter delegiert werden. Hinsichtlich der Ausübung der Rechte der Aktionäre im Rahmen der Hauptversammlung hat das Unternehmen jegliche Freiheit bei der Bestimmung des Umfangs der Ausübung der Rechte der Aktionäre. Einzelne Rechte, einschließlich des Stimmrechts, können demnach ganz oder teilweise elektronisch ausgeübt werden.⁹⁴² Damit entfällt praktisch das Prinzip der Präsenzversammlung und der Versammlungsgebundenheit des Stimmrechts. Soweit ein Unternehmen entsprechende Bestimmungen zu Erleichterung der Stimmrechtsausübung zulässt, können die Kosten, die infolge des Zeitaufwands für die Teilnahmen sowie für Anreise und Aufenthalt anfallen, gesenkt werden.

Informationskosten fallen insbesondere im Zusammenhang mit komplexen Aktionärsbeschlüssen an, die häufig spezifisches Fachwissens und die Inanspruchnahme - regelmäßig extrem umfangreicher - Informationsquellen voraussetzen. Ange-

⁹³⁸ Vgl. grundlegend zum Problem der kollektiven Aktion im Zusammenhang mit Hauptversammlungsbeschlüssen *Bebchuk* (1989), S.1837ff.; *Black* (1990), S.575ff.; *Black* (1992), S.821; *Coffee* (1990), S.1532f.; *Easterbrook/Fischel* (1983), S.427f.; *Easterbrook/Fischel* (1991), S.66; *Gilson* (1987), S.833f.; *Gordon* (1989), S.1575ff.

⁹³⁹ Vgl. *Arnold* (2007), S.73; *Birke* (2006), S.203; *Ruffner* (2000), S.175.

⁹⁴⁰ Vgl. zu dem Regelungsproblem der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten *Ochmann* (2009), S.10f.

⁹⁴¹ Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (ABIEU Nr. L 184, S.17).

⁹⁴² Vgl. *Bosse* (2009), S.809; *Noack* (2008a), S.443f.; *Ochmann* (2009), S.99ff.

sichts eines Beschlusses über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen stehen die Aktionäre vor der Aufgabe, insbesondere die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens sowie die Angebotsunterlage des Bieters zu bewerten, um die Umstände und Voraussetzungen des Übernahmeangebots abschätzen und entsprechende Schlüsse hinsichtlich der, mit der jeweiligen Entscheidung verbundenen Nutzenerwartungen treffen zu können.⁹⁴³ Dem damit verbundenen Aufwand steht eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit für den einzelnen Kleinaktionär einer Publikumsgesellschaft gegenüber, dass seine Stimme Einfluss auf den Ausgang der Abstimmung hat. Kleinaktionäre werden deshalb einen geringen Anreiz haben, informiert abzustimmen, da die Kosten der Informationsbeschaffung den erwarteten Nutzen einer wohlinformierten Entscheidung übersteigen.⁹⁴⁴ Dieser Effekt ist auch der Tatsache geschuldet, dass Aktionäre nur *pro rata* von einer informierten Entscheidung profitieren, womit der Anteil an dem Gesamtnutzen rentabler Abstimmungsergebnisse für Kleinaktionäre entsprechend gering ausfällt. Die meisten Kleinaktionäre werden deshalb dazu neigen, den Anträgen des Managements zu folgen, ganz von der Teilnahme an der Hauptversammlung absehen oder lediglich ihre Stimmrechte ohne Weisung durch institutionelle Stimmrechtsvertreter ausüben zu lassen.⁹⁴⁵

Aber auch größere Aktionäre oder Aktionärsgruppen können sich wegen der hohen Informationskosten, die für eine fundierte Entscheidung anfallen, zu einem passiven Verhalten im Abstimmungsprozess veranlasst sehen. Das hängt damit zusammen, dass andere Aktionäre von der Informationsarbeit größerer Aktionäre bzw. bestimmter Aktionärsgruppen profitieren können, indem sie sich deren Abstimmungsverhalten anschließen, ohne selbst Investitionen für den daraus folgenden Nutzen getätigt haben zu müssen. Die beschafften Informationen werden in diesem Fall zu einem öffentlichen Gut. Da untätige Aktionäre von diesem öffentlichen Gut nicht ausgeschlossen werden können, kommt es zu Trittbrettfahrereffekten, die einen negativen Anreiz zur optimalen Informationsverarbeitung auch für größere Aktionäre oder Aktionärsgruppen setzen.⁹⁴⁶

⁹⁴³ Vgl. grundlegend zu den Informationsproblemen bei öffentlichen Übernahmeangeboten *Fotiou* (2004).

⁹⁴⁴ Vgl. *Adams* (1994), S.152; *Arnold* (2007), S.73 und 83; *Birke* (2006), S.203; *Easterbrook/Fischel* (1991), S.66; *Ruffner* (2000), S.175.

⁹⁴⁵ Vgl. *Arnold* (2007), S.74; *Black* (1992), S.821; *Herkenroth* (1994), S.307; *Ruffner* (2000), S.175.

⁹⁴⁶ Vgl. *Bebchuk* (1989), S.1836; *Birke* (2006), S.203f.; *Ruffner* (2000), S.175f.; in Bezug auf die Stimmrechtsvertretung auch *Arnold* (2007), S.86.

Die Aktionäre des Zielunternehmens befinden sich infolgedessen in dem Dilemma, dass es zwar für alle Aktionäre besser wäre, wenn eine allgemein informierte Entscheidung getroffen würde, es jedoch für die einzelnen Aktionäre mangels Abstimmungsmöglichkeiten rational ist, die Kosten, die mit einer informierten Stimmrechtsteilhabe verbunden sind, im Verhältnis zu dem erwarteten Nutzen gering zu halten.⁹⁴⁷ Deshalb ist das Verhalten von Aktionären in der Publikumsgesellschaft regelmäßig durch rationale Apathie geprägt.⁹⁴⁸ Dies hat zur Folge, dass Aktionäre der Hauptversammlung häufig fernbleiben, ihr Stimmrecht überhaupt nicht ausüben und sich auf die Aktivität ihrer Mitaktionäre verlassen. Als Indiz hierfür kann auch die niedrige Hauptversammlungspräsenz bei den DAX 30-Unternehmen herangezogen werden. Die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz der Jahre 2006 bis 2008 betrug lediglich 54,56 %, ⁹⁴⁹ im Jahr 2009 erreichte die Hauptversammlungspräsenz 59,16 %.⁹⁵⁰ Nehmen Aktionäre doch an einer Hauptversammlung teil, so ist zu befürchten, dass sie uninformiert den Abstimmungsvorschlägen des Managements folgen werden. Die Probleme der kollektiven Aktion und die rationale Apathie führen im Vergleich zu einer koordinierten Entscheidung damit regelmäßig zu suboptimalen Abstimmungsergebnissen.

7.2.2.2 Das Problem der strategischen Wahl

Neben den Problemen der Kollektiventscheidung und der rationalen Apathie schränkt auch das Problem der strategischen Wahl die Wirksamkeit des Stimmrechts als Beherrschungs- und Überwachungsmechanismus ein, denn Kollektiventscheidungsprozesse sind anfällig für Manipulationen vonseiten der Versammlungsleitung.⁹⁵¹ So kann das Management die rationale Apathie und die Unerfahrenheit der Aktionäre ausnutzen und durch strategisches Verhalten Beschlüsse durchsetzen, die ihm einseitig zum Vorteil gereichen.⁹⁵²

In Deutschland existiert keine gesetzliche Regelung, die die Person des Versammlungsleiters bestimmt. Regelmäßig sieht die Satzung den Aufsichtsratsvorsitzen-

⁹⁴⁷ Vgl. *Ruffner* (2000), S.176.

⁹⁴⁸ Vgl. *Arnold* (2007), S.74; *Black* (1992), S.821; *Birke* (2006), S.204; *Herkenroth* (1994), S.307; *Roth* (2003), S.376; *Ruffner* (2000), S.176.

⁹⁴⁹ Vgl. *Der Betrieb* 2009, S.73ff.

⁹⁵⁰ Vgl. DSW-Analyse: HV-Präsenz 2009, abrufbar unter www.dsw-info.de/DSW-Analyse-HV-Praesenzen-im.1556.0.html

⁹⁵¹ Vgl. *Birke* (2006), S.217; *Ruffner* (2000), S.177; grundlegend *Gordon* (1989), S.1577ff.

⁹⁵² Vgl. *Gordon* (1989), S.1577; *Ruffner* (2000), S.177.

den als Versammlungsleiter vor.⁹⁵³ Zwar ist der Versammlungsleiter zur Neutralität gegenüber den Aktionären und dem Vorstand verpflichtet, doch ist zu erwarten, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats ähnliche übernahmespezifische Interessen verfolgen, wie die Mitglieder des Vorstands. Deshalb besteht die Gefahr, dass der Aufsichtsratsvorsitzende Koalitionen mit dem Vorstand eingeht und zu dessen Gunsten befangen ist. Auch können Aktionäre nicht isoliert, sondern nur im Rahmen der Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses gegen rechtswidrige Maßnahmen des Versammlungsleiters vorgehen.⁹⁵⁴ Angesichts der daraus resultierenden geringen Sanktionsgefahr und des möglichen Eigeninteresses des Aufsichtsratsvorsitzenden, ist es durchaus vorstellbar, dass dieser in seiner Funktion als Versammlungsleiter manipulativ zu seinen Gunsten und zugunsten des Vorstands in den Ablauf der Hauptversammlung eingreift. Hinsichtlich der Festlegung der Abstimmungsreihenfolge ist der Versammlungsleiter weder an die Tagesordnung noch an etwaige Hauptversammlungsbeschlüsse gebunden, es steht ihm sogar frei Abstimmungsvorschläge noch während der Hauptversammlung zu modifizieren.⁹⁵⁵

7.2.2.2.1 Wahlzyklen

Besonders deutlich wird das Problem der strategischen Wahl durch das Phänomen der sogenannten Wahlzyklen.⁹⁵⁶ Danach versagen Systeme der kollektiven Wahl insbesondere dann, wenn die Zahl der an der Abstimmung Teilnehmenden groß ist und mehrere Alternativen zur Wahl stehen. Unterliegen Abstimmungsverfahren Mehrheitsregeln, nimmt mit der Anzahl von Stimmberechtigten und Entscheidungsalternativen die Wahrscheinlichkeit zu, dass die Abstimmungsergebnisse zyklisch werden. Ein Abstimmungsprozess ist dann zyklisch, wenn jede durch eine Mehrheit gewählte Alternative nacheinander einer anderen Alternative unterliegt, welcher durch eine andere Mehrheitskoalition der Vorzug gegeben wird.⁹⁵⁷ Liegen also mehr als zwei Abstimmungsalternativen vor, so ist zu erwarten, dass eine Mehrheit Alternative A vor der Alternative B und die Alternative B vor der Alternative C bevorzugt; gleichfalls bevorzugt jedoch eine Mehrheit Alternative C vor Alternative A.⁹⁵⁸ Aus dem Phänomen der Wahlzyklen wird abgeleitet, dass

⁹⁵³ Vgl. Birke (2006), S.219; *MüKoAktG-Kubis*, § 118 Rn.20.

⁹⁵⁴ Vgl. Birke (2006), S.220; *MüKoAktG-Kubis*, § 118 Rn.20; hierzu bereits Gliederungspunkt 4.3.

⁹⁵⁵ Vgl. Birke (2006), S.219 m.w.N.

⁹⁵⁶ Vgl. Arnold (2007), S.84; Birke (2006), S.217f.; Ruffner (2000), S.183; grundlegend Behrens (1986), S.280f.; Gordon (1991), S.359f.

⁹⁵⁷ Vgl. Ruffner (2000), S.183f.

⁹⁵⁸ Vgl. Arnold (2007), S.84.

derjenige, der die Abstimmungsreihenfolge kontrolliert und die Präferenzen der Aktionäre kennt, bei der Anwendung der Mehrheitsregel über Variationen der Abstimmungsreihenfolge jedes gewünschte Resultat erreichen kann.⁹⁵⁹ Je heterogener die Präferenzen der Aktionäre sind und je mehr Entscheidungsalternativen zur Abstimmung gestellt werden können, desto leichter fällt die Manipulation.⁹⁶⁰

Das Phänomen der Wahlzyklen eröffnet dem Management die Möglichkeit nicht nur in ordentlichen Hauptversammlungen auf Ermächtigungsbeschlüsse zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen hinzuwirken, sondern auch in der Abwehrhauptversammlung Einfluss auf das Abstimmungsergebnis zu nehmen. So wurde bereits dargestellt, dass die Präferenzen der Aktionäre hinsichtlich des Erfolges eines Übernahmeangebots durchaus heterogen sein können.⁹⁶¹ Mehrere Entscheidungsalternativen stehen dann zur Verfügung, wenn die Hauptversammlung nicht über eine Generalermächtigung des Vorstands zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen entscheidet, sondern über konkret zu ergreifende Maßnahmen.⁹⁶²

7.2.2.2.2 Sonstige Probleme der strategischen Wahl

Neben dem Phänomen der Wahlzyklen kann das Abstimmungsergebnis dadurch manipuliert werden, dass unliebsame Beschlüsse durch damit sachlich nicht zusammenhängende Abstimmungsvorschläge wie beispielsweise Dividendenerhöhungen versüßt werden. Ein für das Management nützlicher Vorschlag kann auch mit der glaubwürdigen Drohung verbunden werden, dass bei dessen Ablehnung Nachteile für das Unternehmen zu befürchten sind bzw. Ertragsmöglichkeiten nicht realisiert werden können. Darüberhinaus könnten wertreduzierende mit werterhöhenden Satzungsänderungen kombiniert werden, welche die Aktionäre nur als Paket annehmen oder ablehnen können, sodass sich unter Umständen sogar informierte Aktionäre zu einer Zustimmung zu Maßnahmen im Interesse des Managements bewegen lassen werden.⁹⁶³ Aber auch bereits bei der Vorbereitung der Unterlagen zur Hauptversammlung, der Gestaltung der Diskussionen und der Reihenfolge der Redner kann Einfluss auf das Abstimmungsverhalten der Aktionäre genommen werden.⁹⁶⁴

⁹⁵⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.218; *Gordon* (1991), S.360f.; *Ruffner* (2000), S.184.

⁹⁶⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.218; *Gordon* (1991), S.365f.; *Ruffner* (2000), S.184.

⁹⁶¹ Vgl. Gliederungspunkt 4.

⁹⁶² Vgl. dahingehen auch *Birke* (2006), S.218.

⁹⁶³ Vgl. *Arnold* (2007), S.84; *Gordon* (1989), S.1578f.; *Ruffner* (2000), S.178.

⁹⁶⁴ Vgl. *Birke* (2006), S.220.

Im Zusammenhang mit der Abwehrhauptversammlung kann die Notwendigkeit von Verteidigungsmaßnahmen beispielsweise unter dem Vorwand gerechtfertigt werden, den Angebotspreis erhöhen zu wollen, obwohl das Management eigentlich die Abwehr des Angebots anstrebt. Maßnahmen, wie der Verkauf wesentlicher Vermögensgegenstände oder der Zukauf von Gesellschaftsvermögen, beispielsweise in Form von Unternehmensbeteiligungen, können mit der Drohung gerechtfertigt werden, dass diese unternehmerisch dringend geboten sind. Auch auf Vorratsbeschlüsse kann hingewirkt werden, indem der Beschluss beispielsweise mit einer Dividendenerhöhung versüßt wird.

7.2.2.3 Organisatorische Hindernisse

Bei Übernahmeszenarien tritt darüberhinaus das Problem auf, dass ein rechtzeitiger Beschluss der Hauptversammlung durch organisatorische Hindernisse erschwert werden kann. So besteht beispielsweise die Gefahr, dass sich das Management des Zielunternehmens der Einberufungsfrist des § 123 Abs. 1 AktG bedienen, um in Anbetracht des Zeitdrucks der nach der Abgabe eines Übernahmeangebots besteht, auf die Anwesenheit bei der Hauptversammlung Einfluss zu nehmen.⁹⁶⁵ Allerdings kann eine Abwehrhauptversammlung im Unterschied zur einmonatigen Einberufungsfrist nach § 123 Abs. 1 AktG gemäß § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage mit einer Mindestfrist von zwei Wochen einberufen werden. Gemäß § 16 Abs. 3 S. 1 WpÜG führt die Einberufung einer Abwehrhauptversammlung automatisch zu einer Verlängerung der Annahmefrist auf zehn Wochen nach Veröffentlichung des Angebots. Als weitere Erleichterung für die Einberufung bestimmt § 16 Abs. 4 S. 2 WpÜG, dass der Versammlungsort frei wählbar ist. Dennoch wird das Abhalten einer Abwehrhauptversammlung mit erheblichem logistischem Aufwand verbunden sein. Es ist daher zu bezweifeln, ob es tatsächlich möglich sein wird, die Versammlung innerhalb der kurzen zweiwöchigen Frist stattfinden zu lassen.⁹⁶⁶

7.2.2.4 Anfechtungsgefahr

Auch besteht bei Hauptversammlungsbeschlüssen stets eine Anfechtungsgefahr. Durch Anfechtungsklagen kann das Wirksamwerden von Hauptversammlungsbeschlüssen erheblich verzögert werden. Während des Übernahmeverfahrens ist durchaus vorstellbar, dass das mit dem Beschluss verfolgte Ziel auf diese Weise allein durch Zeitablauf verhindert wird.⁹⁶⁷ Damit bietet sich insbesondere für ei-

⁹⁶⁵ Vgl. *Birke* (2006), S.245; *Kirchner* (1999), S.488; *Kirchner* (2002), S.55.

⁹⁶⁶ Vgl. *Birke* (2006), S.245; *Krieger* (2001), S.315.

⁹⁶⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.251.

nen bereits an dem Zielunternehmen beteiligten Bieter oder ihm nahestehende Personen die Möglichkeit, effektiv Beschlüsse zu repressiven Verteidigungsmaßnahmen zu boykottieren.⁹⁶⁸ Insbesondere vor dem Hintergrund der kassatorischen Wirkung von Anfechtungsklagen gegen strukturändernde Beschlüsse hat der Vorstand zu entscheiden, ob er trotz des angefochtenen Beschlusses die Maßnahmen durchführen kann und soll oder nicht.⁹⁶⁹ Die Umsetzung von angefochtenen Beschlüssen zur Einleitung von Verteidigungsmaßnahmen ist für den Vorstand mit erheblichen Haftungsrisiken verbunden.

Die in der Praxis nahe liegende Möglichkeit, dass Hauptversammlungsbeschlüsse zu Verteidigungsmaßnahmen nach Abgabe des Übernahmeangebots angefochten werden, führt demnach zu erheblichen Einbußen der Effektivität des Aktionärsstimmrechts im Übernahmeverfahren.⁹⁷⁰

7.2.2.5 Probleme im Zusammengang mit der Stimmrechtsvertretung

Hinsichtlich der dargestellten Probleme, die insbesondere Kleinanleger davon abhalten können, von ihrem Stimmrecht Gebrauch zu machen, gewinnt die Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung an Bedeutung. In der Stimmrechtsvertretung wird insbesondere ein Mittel gesehen, die Kontrollrechte der Aktionäre auf eine Person mit spezifischerem Fachwissen und höheren Informationsverarbeitungskapazitäten zu übertragen, um damit bezüglich der Kontrolle im Prinzipal-Agent Verhältnis optimalere Abstimmungsergebnisse zu erzielen.⁹⁷¹ Jedoch ist auch die Stimmrechtsvertretung mit erheblichen Problemen behaftet. Ihrer Präsenz in der Hauptversammlung zufolge sind die wichtigsten Stimmrechtsvertreter die Banken, die die Stimmrechte ihrer Depotkunden in Gestalt des sogenannten Depotstimmrechts wahrnehmen. Daneben kann die Stimmrechtsvertretung durch andere Institutionen, wie beispielsweise Aktionärsvereinigungen, erfolgen. Die wichtigsten Problemfelder im Zusammenhang mit der Stimmrechtsvertretung werden nachfolgend kurz dargestellt.⁹⁷²

Hinsichtlich des Depotstimmrechts besteht insbesondere die Befürchtung, dass die zuständigen Banken nicht ausschließlich entsprechend der Interessen der von

⁹⁶⁸ Vgl. *Birke* (2006), S.246, *Winter/Harbarth* (2002), S.13.

⁹⁶⁹ Vgl. *Winter/Harbarth* (2002), S.13.

⁹⁷⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.247.

⁹⁷¹ Vgl. *Ruffner* (2000), S.493; auch *Birke* (2006), S.208f. in Bezug auf das Depotstimmrecht.

⁹⁷² Vgl. ausführlich hierzu *Arnold* (2007), S.85ff.; *Baums/Randow* (1995), S.145ff., *Birke* (2006), S.206ff.; *Ruffner* (2000), S.493ff.

ihnen vertretenen Aktionäre handeln, sondern sich von eigenen Interessen leiten lassen.⁹⁷³ So erlauben Depotstimmrechte den Banken, ihre Interessen als Fremdkapitalgeber eines Unternehmens zu wahren.⁹⁷⁴ Die Banken können damit eine, über den Inhalt ihrer Kreditverträge hinausgehende, risikoscheue Unternehmenspolitik durchsetzen, ohne die damit für die Eigenkapitalgeber verbundenen Nachteile des residualen Risikos tragen zu müssen.⁹⁷⁵ Für die Bank als Fremdkapitalgeber richtet sich das Interesse damit in erster Linie auf die Sicherung ihres Kreditgeschäftes und nicht notwendig auf eine Maximierung des Unternehmenswertes.⁹⁷⁶

Darüberhinaus können wechselseitige Beteiligungen zwischen Banken und anderen Unternehmen zu einer gegenseitigen Abhängigkeit führen. Dies kann zur Folge haben, dass implizite Vereinbarungen zwischen den Vorständen der Unternehmen entstehen, mit dem Inhalt, nicht zum Nachteil des Anderen von eigenen und vermittelten Stimmrechten Gebrauch zu machen.⁹⁷⁷ Banken können das Depotstimmrecht auch schlicht dafür verwenden, ihre Position als Eigenkapitalgeber eines Unternehmens zu stärken.⁹⁷⁸ Ein Gebrauch des Depotstimmrechts zur Stärkung der Eigenkapitalgeberposition ist allerdings nur dann schädlich, wenn die Interessen der Kreditinstitute von denen der übrigen Aktionäre abweichen.

Speziell bei Übernahmeszenarien droht ein weiterer Interessenskonflikt hinsichtlich des Depotstimmrechts der Banken. Ist nämlich eine Bank an der Finanzierung der Übernahme durch den Bieter beteiligt, so wird diese ein einseitiges Interesse an dem Erfolg der Übernahme haben. Deshalb ist zu befürchten, dass die Bank in der Abwehrhauptversammlung solchen Beschlüssen folgen wird, die der Übernahme förderlich sind, auch wenn das nicht im Interesse der vertretenen Aktionäre ist.⁹⁷⁹

Hinsichtlich anderer Stimmrechtsvertreter, wie den Aktionärsvereinigungen, stellt sich zunächst das Problem, dass es sich bei informierten Stimmrechtsentscheiden um ein öffentliches Gut handelt. Rational handelnde Aktionäre werden deshalb

⁹⁷³ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.149.

⁹⁷⁴ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.150; zu möglichen Eigeninteressen der Banken Gliederungspunkt 4.3.; *Semler/Stengel* (2003), S.6ff.

⁹⁷⁵ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.150; *Birke* (2006), S.209; *Ruffner* (2000), S.497.

⁹⁷⁶ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.150.

⁹⁷⁷ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.150.

⁹⁷⁸ Vgl. *Ruffner* (2000), S.499

⁹⁷⁹ Vgl. *Birke* (2006), S.209.

selten bereit sein, für die Stimmrechtsvertretung zu zahlen.⁹⁸⁰ Da Aktionärsvereinigungen im Gegensatz zu den Banken aber häufig keine Eigeninteressen bei der Ausübung der Stimmrechte verfolgen, ist zweifelhaft, ob ein Anreiz für die Aktionärsvereinigungen besteht, ausreichend informiert für die Aktionäre abzustimmen. Ein weiterer Nachteil für alternative Stimmrechtsvertreter ergibt sich daraus, dass die Aktionäre aufgrund der rationalen Apathie vor Kosten zurückschrecken werden, die für die Suche nach einem geeigneten Stimmrechtsvertreter anfallen. Dieses Problem entschärft sich für die Depotbanken, da sie die Aktien ohnehin verwalten und sie die Aktionäre leichter für eine Stimmrechtsvertretung gewinnen können.

Es zeigt sich also, dass die Schwächen des Aktionärsstimmrechts durch eine Stimmrechtsvertretung nicht beseitigt werden können, und es im Falle eines Depotstimmrechts wegen möglicher Interessenskonflikte sogar zu, für die Aktionäre nachteiligem, Abstimmungsverhalten kommen kann.

Abzuwarten bleibt, inwieweit die Änderungen der Stimmrechtsvertretung in den §§ 134 und 135 AktG durch das ARUG zu einer Verbesserung der dargestellten Missstände führen. Eine gewisse Erleichterung der Stimmrechtsvertretung bringt die Neufassung des § 134 Abs. 3 AktG mit sich.⁹⁸¹ Zwar bedürfen die Erteilung der Vollmacht, ihr Widerruf und der Nachweis der Bevollmächtigung gegenüber der Gesellschaft nach § 134 Abs. 3 AktG auch nach der Änderung grundsätzlich der Textform, doch können in der Satzung oder in der Einberufung zur Hauptversammlung auf Grund einer Ermächtigung durch die Satzung abweichende Regelungen vorgesehen werden. Bei börsennotierten Unternehmen ist eine Abweichung von der Textform nur in Gestalt einer Erleichterung zulässig. Diese haben zumindest einen Weg der elektronischen Kommunikation für die Übermittlung des Nachweises anzubieten. Darüberhinaus erfolgte eine Deregulierung des Depotstimmrechts nach § 135 AktG.⁹⁸² Anders als im Referentenentwurf⁹⁸³ vorgesehen, ist das Kreditinstitut jedoch bei fehlender Weisung nicht verpflichtet, den Kunden auf Aktionärsvereinigungen und deren Abstimmungsvorschläge hinzu-

⁹⁸⁰ Vgl. *Baums/Randow* (1995), S.158; *Birke* (2006), S.207f.; zu der informierten Stimmrechtsausübung als öffentliches Gut bereits Gliederungspunkt 7.2.2.1.

⁹⁸¹ Vgl. ausführlich *Ochmann* (2009), S.148ff.; hierzu auch *Bosse* (2009), S.810.

⁹⁸² Vgl. ausführlich *Noack* (2008a), S.443.

⁹⁸³ Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie vom 8. Mai 2008, abrufbar unter www.bmj.de.

weisen.⁹⁸⁴ Eine Stärkung der Stimmrechtsvertretung durch Aktionärsvereinigungen ist demnach nicht zu erwarten.

7.2.2.6 Stellungnahme

Im Rahmen der Prinzipal-Agent Beziehung weist die Kontrolle des Vorstands durch das Aktionärsstimmrecht in der Hauptversammlung erhebliche Schwächen auf. Diese Schwächen sind zunächst auf das Problem der kollektiven Aktion zurückzuführen, nach dem es sich insbesondere für Kleinaktionäre nicht lohnt, eine aktive Aktionärsrolle zu übernehmen. Die rationale Apathie kann in Verbindung mit dem Phänomen der Wahlzyklen ausgenutzt werden, um das Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung zugunsten des Managements zu manipulieren. Aber auch unabhängig von dem Phänomen der Wahlzyklen kann das Management durch die Kombination von populären und unpopulären Abstimmungsabstimmungsvorschlägen oder durch eine tendenziöse Informationspolitik auf das Abstimmungsergebnis Einfluss nehmen. Diese Schwächen des Stimmrechts werden verstärkt durch lange Einberufungsfristen zur Hauptversammlung und die Möglichkeit, Hauptversammlungsbeschlüsse anzufechten. Es konnte gezeigt werden, dass auch das Instrument der Stimmrechtsvertretung nicht geeignet ist, das Stimmrecht der Aktionäre substantiell zu stärken.

Vor dem Hintergrund der multiplen Prinzipal-Agent Beziehung im Unternehmen und der Zweifel bezüglich einer Konzentration auf das Prinzipal-Agent Verhältnis zwischen Aktionären und Management für den Fall eines Übernahmeangebots kann festgestellt werden, dass die Nutzenerwartungen aus einer Übertragung der Entscheidungskompetenz auf die Aktionäre aufgrund der dargestellten Probleme nicht so hoch sein werden, wie es zunächst scheint. Denn die Schwächen des Stimmrechts machen es für die Aktionäre unattraktiv, eine aktive Rolle im Übernahmeverfahren zu übernehmen. Würde dem Vorstand nun auf der anderen Seite die Entscheidungskompetenz entzogen, so ist zu befürchten, dass hinsichtlich dem Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen eine Kompetenzlücke entsteht, die der Bieter zu seinen Gunsten ausnutzen kann. Dies führt nicht nur zu einer Beeinträchtigung der Aktionärsinteressen, sondern regelmäßig auch zu einer ineffizienten Kapitalallokation. Eine ineffiziente Kapitalallokation betrifft zunächst das Zielunternehmen und die an ihm beteiligten Akteure. Darüberhinaus führt sie zu einer Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.

7.2.3 Alternative Entscheidungs- oder Kontrollinstanzen

⁹⁸⁴ Vgl. Bosse (2009), S.810.

Vor dem Hintergrund der dargestellten Schwächen des Stimmrechts der Aktionäre in der Hauptversammlung stellt sich die Frage, ob die Entscheidungskompetenz bzw. die Kontrollkompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen alternativen Entscheidungs- und Kontrollinstanzen übertragen werden kann und welche Probleme damit verbunden sind. Als alternative Entscheidungs- und Kontrollinstanzen kommen sowohl die individuellen Aktionäre jenseits ihrer Hauptversammlungskompetenzen als auch der Aufsichtsrat infrage.

7.2.3.1 Die individuellen Aktionäre außerhalb der Hauptversammlung

Ebenso wie die Aktionäre auch unabhängig von ihrem Stimmrecht in der Hauptversammlung über die Annahme des Übernahmeangebots entscheiden, wäre es vorstellbar, ihnen auch die Entscheidungs- oder Kontrollkompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu übertragen. Entsprechende Entscheidungen würden dann nicht kollektiv in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses erfolgen, sondern individuell durch jeden einzelnen Aktionär.⁹⁸⁵

Auf diese Weise könnte das Problem der strategischen Wahl sowie die organisatorischen und rechtlichen Probleme weitestgehend umgangen werden. Allerdings kämen auch bei einer Kompetenzübertragung auf die individuellen Aktionäre Teilaspekte des zuvor dargestellten Problems der rationalen Apathie zum Tragen. Zwar würde eine Kompetenzübertragung auf die individuellen Aktionäre die Möglichkeit eröffnen, flexibler auf das Problem der rationalen Apathie reagieren zu können, neue Kommunikationsstrukturen zu entwickeln und die Kosten der Anreise, Unterkunft etc. für die Hauptversammlung würden wegfallen, soweit die Abstimmung postalisch oder über neue Kommunikationsmedien stattfände. Die überproportional hohen Informationskosten, die insbesondere für Kleinanleger anfallen, wenn sie suboptimale Abstimmungsergebnisse vermeiden wollen, würden allerdings grundsätzlich bestehen bleiben, solange nicht zugleich Erleichterungen und Anreize für die Informationsbemühungen der Aktionäre geschaffen werden. Außerdem muss beachtet werden, dass die Entscheidungskompetenz über die zur Verteidigung möglichen Maßnahmen häufig bei der Hauptversammlung liegt. Insofern könnte es zu Friktionen mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung kommen, die entsprechende übernahmerechtliche Regelungen zu bewältigen hätten.

7.2.3.2 Der Aufsichtsrat

⁹⁸⁵ Vgl. zu dieser Differenzierung auch *Kirchner* (2000a), S.108.

Aus Sicht der Neuen Institutionenökonomik handelt es sich bei dem Aufsichtsrat um ein Organ zur Wahrung der Rechte und Interessen der Aktionäre.⁹⁸⁶ Dieses Absicherungsinstrument wird mit der Rolle des Aktionärs als residualer Risikoträger gerechtfertigt. Mit dem Residualanspruch ist ein diffuses, aber erhebliches Enteignungsrisiko verbunden, weil die betroffenen Vermögenswerte im Unternehmen zahlreich und ungenau definiert sind und sich nicht gezielt und transaktionspezifisch absichern lassen.⁹⁸⁷ Demzufolge sollten allein die Aktionäre, nicht aber die anderen Stakeholder Vertreter in den Aufsichtsrat entsenden können.⁹⁸⁸ Der Aufsichtsrat erscheint unter diesem Gesichtspunkt grundsätzlich als geeignetes Organ, um die Schwächen des Aktionärsstimmrechts auszugleichen.⁹⁸⁹

In deutschen Kapitalgesellschaften fungiert der Aufsichtsrat wegen der mitbestimmungsrechtlichen Regelungen allerdings nicht allein als Kontrollorgan der Aktionäre, sondern hat auch Arbeitnehmerinteressen Rechnung zu tragen und ist dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Bei einem Großteil der börsennotierten Aktiengesellschaften wird es sich um Unternehmen handeln, die nach dem MitbestG 1976 qualifiziert mitbestimmt sind. Der Aufsichtsrat ist dann jeweils zur Hälfte mit Aktionärs- und Arbeitnehmervertretern besetzt.⁹⁹⁰ Dies wirkt sich zunächst auf die Fähigkeit der Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat aus, das Management effizient zu kontrollieren. Wenn nämlich neben den Anteilseignern auch Arbeitnehmer im Aufsichtsrat vertreten sind, bedeutet dies, angesichts der nicht notwendigerweise gleichlaufenden Interessen beider Gruppen, eine Schwächung der Aktionärsposition.⁹⁹¹

Auf der anderen Seite kann auch im Hinblick auf die Regulierung von Verhaltenspflichten des Vorstands in dem mitbestimmten Aufsichtsrat eine Möglichkeit gesehen werden, die Interessen der Arbeitnehmer als wichtige Stakeholdergruppe neben den Aktionärsinteressen bei der Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu berücksichtigen. Allerdings ist fraglich, ob die divergierenden Interessen den Aufsichtsrat nicht letztlich in seiner Entscheidungsfähigkeit behindern. Auch entspricht die paritätische Verteilung im Aufsichtsrat nicht dem hier zugrundegelegten Verständnis des Unternehmensinteresses, nach dem der Vorstand zwar den Interessen aller Stakeholder verpflichtet ist, jedoch die Aktio-

⁹⁸⁶ Vgl. *Arnold* (2007), S.74; *Fama/Jensen* (1983a), S.313; *Ruffner* (2000), S.137f.

⁹⁸⁷ Vgl. *Ruffner* (2000), S.137f. m.w.N.

⁹⁸⁸ Vgl. *Arnold* (2007), S.74; dahingehend auch *Ruffner* (2000), S.138.

⁹⁸⁹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.59.

⁹⁹⁰ Vgl. *Birke* (2006), S.96.

⁹⁹¹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.59; *Kirchner* (2004b), S.197.

närsinteressen im Rahmen des Leitungsermessens grundsätzlich am stärksten zu gewichten sind. Bei einer Kompetenzzuweisung an den Aufsichtsrat müsste gewährleistet sein, dass bei einem mitbestimmten Aufsichtsrat die Interessen der Anteilseigner ausreichend berücksichtigt werden. Eine Lösung dieses Problems könnte darin liegen, den Aufsichtsrat mit einer Mehrheit von drei Vierteln seiner Vertreter Beschlüsse fassen zu lassen. Auf diese Weise wäre sichergestellt, dass im Falle divergierender Aktionärs- und Arbeitnehmerinteressen eine Mehrheit der Aktionärsvertreter den betreffenden Beschluss fassen muss.⁹⁹²

Problematisch kann bei der Rolle des Aufsichtsrats als Mittler zwischen den Aktionären und den Arbeitnehmern auf der einen und dem Vorstand auf der anderen Seite ferner die bereits erwähnte Gefahr sein, dass es zu einer zu engen Verzahnung zwischen den Interessen der Mitglieder des Aufsichtsrats und dem Vorstand kommt oder der Aufsichtsrat seinem, einer Übernahme tendenziell ablehnenden Eigeninteresse folgt.⁹⁹³ Das kann sich, je nach konkreter Interessenlage, bei der Ausübung der Kontrolltätigkeit negativ zulasten der Aktionäre bzw. der Arbeitnehmer auswirken. Schließlich ist im Hinblick auf eine Zuweisung der Entscheidungs- oder Kontrollkompetenz über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen an den Aufsichtsrat zu beachten, dass die verbandsrechtlichen Kompetenzen des Aufsichtsrats eng begrenzt sind. Der Aufsichtsrat kann nur über solche Maßnahmen entscheiden, die nach dem AktG Gegenstand der Geschäftsführung sind und nicht in den Kompetenzbereich der Hauptversammlung fallen. Soweit übername-rechtliche Regelungen diesen Kompetenzrahmen überschreiten sollen, müsste hier das Unternehmens- und Gesellschaftsrecht im Wege der Spezialität von übernahm-merrechtlichen Regelungen verdrängt werden.

7.3 Abschließende Stellungnahme zu den ökonomischen Regelungsproblemen

Vor dem Hintergrund der übernahmespezifischen Verschärfung der Prinzipal-Agent Beziehungen erweist sich die Umsetzung von Verteidigungsmaßnahmen während des Übernahmeverfahrens als problematisch. Eine Kompetenzübertragung auf den Vorstand kann hinsichtlich der Berücksichtigung des Unternehmensinteresses und seines Informationsvorsprungs gegenüber anderen Akteuren des Zielunternehmens von Vorteil sein. Andererseits besteht die Gefahr, dass der Vorstand die Kompetenz zu seinem eigenen Nutzen missbraucht. Soll die Entscheidungs- oder Kontrollkompetenz zu Verteidigungsmaßnahmen anderen Akt-

⁹⁹² Vgl. *Kirchner* (2002), S.59.

⁹⁹³ Vgl. Gliederungspunkt 4.3.

euren oder Organen zugeordnet werden, um der Gefahr opportunistischen Verhaltens durch den Vorstand vorzubeugen, so müssen sich entsprechende Modelle auch aus ökonomischer Perspektive daran messen lassen, ob sie einen höheren Nutzen für die beteiligten Akteure und die betroffenen Märkte bringen. Es konnte festgestellt werden, dass auch eine einseitige Kompetenzübertragung auf die Hauptversammlung, die individuellen Akteure oder den Aufsichtsrat zu Problemen führt und dem Ergreifen potenziell effizienzsteigernder Verteidigungsmaßnahmen entgegen stehen kann.

Vor dem Hintergrund des ökonomischen Regelungsproblems muss die übernahmerechtliche Ausgestaltung der Kompetenzen zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen gewährleisten, dass deren positive ökonomische Effekte realisiert werden können und es nicht infolge der dargestellten Probleme zu faktischen Kompetenzlücken kommt, die der Bieter strategisch zulasten des Zielunternehmens ausnutzen kann. Dies muss nicht unbedingt durch eine ausschließliche Kompetenzzuweisung erfolgen; vorstellbar ist auch, die Kompetenzen so zu verteilen, dass sich unterschiedliche Instanzen im Übernahmeverfahren gegenseitig kontrollieren und ergänzen. Bei der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands dürfen die möglichen positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen allerdings nicht durch die Abnahme der disziplinierenden Wirkung von Unternehmensübernahmen und den daraus resultierenden Agenturkosten überkompensiert werden.

8 Zusammenfassende Darstellung der Regelungsprobleme

Ausgehend von der Annahme, dass die herkömmlichen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regularien zur Kontrolle des Vorstands angesichts des übernahmespezifischen Interessenskonflikts versagen, stellt sich das mehrschichtige Regelungsproblem der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten wie folgt dar:

Auf juristischer Ebene stellt sich zunächst aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive die Frage, welchen Interessen der Vorstand bei der Ausübung seines Leitungsermessens verpflichtet ist. Kommt man zu dem Schluss, dass der Vorstand dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist, so wird die Forderung nach einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands im Übernahmeverfahren angreifbar. Soll der Vorstand dennoch einer strikten oder grundsätzlichen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht unterliegen, so stellt sich aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive die Frage, wie die Kompetenzlücke, die aufseiten des Vorstands entsteht, geschlossen werden kann, damit zum einen die entsprechenden Interessen auch im Übernahmeverfahren Berück-

sichtigung finden und zum anderen die Handlungs- und Funktionsfähigkeit des Zielunternehmens während des Übernahmeverfahrens sichergestellt wird.

Aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive müssen übernahmerechtliche Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands sicherstellen, dass der Funktionsschutz des Kapitalmarkts sowie der – nachrangige – Individualschutz gewährleistet sind. Zentrale Problemfelder sind in diesem Zusammenhang der Anlegerschutz sowie die Schaffung eines internationalen *level playing field*. Die kapitalmarktrechtlichen Regelungsprobleme sind bereits stark von ökonomischen Erwägungen geprägt.

Regelungsprobleme ergeben sich insbesondere auch im Schnittpunkt zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht auf der einen und dem Kapitalmarktrecht auf der anderen Seite. So kann es zu Zielkonflikten hinsichtlich der Grundsätze beider Rechtsmaterien kommen, die im Rahmen einer übernahmerechtlichen Regelung zu den Verhaltenspflichten zu lösen sind. Darüberhinaus kommt es wegen des begrenzten zeitlichen Anwendungsbereichs übernahmerechtlicher Regelungen zu Friktionen mit den, bis zum Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebots geltenden, unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen, die gelöst werden müssen.

Aus ökonomischer Perspektive stellt sich, ausgehend von der Annahme, dass Verteidigungsmaßnahmen grundsätzlich geeignet sind, ökonomisch positive Effekte herbeizuführen, die Frage, wie diese Effekte angesichts des übernahmespezifischen Interessenskonflikts in der multiplen Prinzipal-Agent Beziehung realisiert werden können. Entscheidend ist dabei die Ausgestaltung und Zuordnung der Entscheidungs- und Kontrollkompetenzen über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen unter den infrage kommenden Akteuren. Neben der Gefahr des opportunistischen Verhaltens des Vorstands sind dabei insbesondere die Schwächen des Aktionärsstimmrechts problematisch. Aber auch eine Übertragung der Entscheidungskompetenz auf die individuellen Aktionäre sowie auf den Aufsichtsrat ist mit Problemen verbunden.

3. Teil: Wirkungsanalyse der bestehenden Regelungen

Das Untersuchungsziel des nachfolgenden Abschnittes ist die Erforschung der tatsächlichen Wirkung der bestehenden Regelungen des WpÜG zu den Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten und deren Bewertung im Hinblick auf die juristischen und ökonomischen Regelungsprobleme. Dabei soll auf den positiven Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie und das ökonomische Verhaltensmodell zurückgegriffen werden. Rechtliche Regelungen bestimmen das Handlungsfeld von Akteuren mit und Änderungen rechtlicher Regelungen können sich in Form von Restriktionen und Anreizen als Änderungen des Handlungsfelds von Normadressaten niederschlagen. Anhand des positiven Forschungsansatzes der Ökonomischen Theorie des Rechts kann durch eine mikroökonomische Analyse der Einfluss einer solchen Regelung auf das Verhalten der betroffenen Akteure untersucht werden. Wird angenommen, dass Akteure unter der Voraussetzung unvollständiger Informationen beschränkt rational handeln und versuchen werden, ihren eigenen Nutzen zu maximieren, so lassen sich bezüglich des zu untersuchenden Regelungsgegenstandes (widerlegbare) Hypothesen zu deren tatsächlicher Wirkung aufstellen.⁹⁹⁴

Vor der ökonomischen Wirkungsanalyse der Verhaltenspflichten des Vorstands nach dem WpÜG erfolgt zunächst eine überblicksartige Darstellung zu der historischen Entwicklung des Übernahmerechts in Deutschland und der Europäischen Union. Anschließend werden die Grundlagen der ÜRL dargestellt, die 2004 formell verabschiedet und der das WpÜG mit dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz aus dem Jahre 2006 angepasst wurde. Der ökonomischen Wirkungsanalyse wird zudem eine grundlegende Einordnung der Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands in die Systematik des WpÜG und das Spektrum der richtlinienkonformen Regelungen der ÜRL vorangehen.

9 Grundlegende Ausführungen

9.1 Die historische Entwicklung des Übernahmerechts

9.1.1 Die Entwicklung auf europäischer Ebene

Bereits in den frühen siebziger Jahren existierte in den Staaten der Europäischen Union das Anliegen, die Aktionäre für den Fall eines Übernahmeangebots durch gleichwertige transparente Bestimmungen zu schützen. Um die Grundlage für

⁹⁹⁴ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.

eine gemeinsame europäische Regelung zu schaffen, beauftrage die EU-Kommission den britischen Wissenschaftler *Pennington* ein entsprechendes Gutachten zu erstellen. Das Gutachten wurde 1974 vorgelegt und diente unter dem Namen Pennington-Entwurf zugleich als Vorschlag für eine zu schaffende 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote.⁹⁹⁵ Dieser Pennington-Entwurf war stark von dem britischen City Code beeinflusst und ist über ein Jahrzehnt Gegenstand heftiger Diskussionen auf europäischer Ebene gewesen, bis er letztlich verworfen wurde. In den Jahren zwischen 1987 und 1997 folgten dem Pennington-Entwurf fünf weitere Richtlinienvorschläge⁹⁹⁶ über die jedoch ebenfalls keine Einigkeit erzielt werden konnte.

Unter deutscher Ratspräsidentschaft konnte 1999 erstmals politische Einigung über einen Text der Übernahmerichtlinie erzielt werden und, nach der Beseitigung einer Streitigkeit zwischen Spanien und England hinsichtlich des Sitzes einer zu schaffenden Aufsichtsstellen, im Jahr 2000 ein gemeinsamer Standpunkt des Rates vorgelegt werden.⁹⁹⁷ Zu diesem Standpunkt schlug das Europäische Parlament zum Ende des gleichen Jahres eine Reihe von Änderungen vor, die im Rat auf Ablehnung stießen. Da dennoch Chancen für eine Einigung im weiteren Verfahren gesehen wurden, kam es zu einem Vermittlungsverfahren zu dessen Ende sich der Vermittlungsausschuss 2001 auf einen gemeinsamen Entwurf einigen konnte.⁹⁹⁸ Dieser Kompromissvorschlag scheiterte jedoch am 4. Juli 2001 im Europäischen Parlament mit 273:273 Stimmen. Das Scheitern des Richtlinienvorschlages ist im Wesentlichen auf drei Kriterien zurückzuführen, denen der ablehnende Teil im Parlament entscheidende Bedeutung beigemessen hatte: Erstens die Ablehnung des Grundsatzes, wonach die Leitung des Zielunternehmens für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen nach Abgabe eines Übernahmeangebots die Zustimmung der Aktionäre benötigt, solange auf europäischer und transatlantischer Ebene kein *level playing field* geschaffen ist; zweitens das Anliegen, Arbeitnehmer der an der Übernahme beteiligten Unternehmen ausreichend zu schützen; drittens die Frage nach dem Rahmen einer Pflichtangebots- und Mindestpreisregelung.⁹⁹⁹

⁹⁹⁵ Komm-Dok. XI/56/74-E.

⁹⁹⁶ Komm-Dok. XV/63/87-DE; Abl. EG Nr. C 64, S.8 (1989); Abl. EG Nr. C 240, S.7 (19 (1990)); Abl. EG Nr. C 162, S.5 (1996); Abl. EG Nr. C 378, S.10 (1997).

⁹⁹⁷ Vgl. *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke/Schulz* (2003), Enf. Rn.18; *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.223.

⁹⁹⁸ PE-CONS.3629/01, abgedruckt in ZIP 2001, 1120.

⁹⁹⁹ Vgl. *Coppik* (2006), S.157f.; *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.224.

Im Anschluss an die gescheiterte Abstimmung beauftragte die Europäische Kommission aufgrund der zu Tage getretenen Meinungsverschiedenheiten eine Expertengruppe damit, Vorschläge zu den umstrittenen Fragen des Übernahmerechts zu unterbreiten. Auf der Grundlage der erarbeiteten Vorschläge legte die Kommission 2002 einen neuen Richtlinienvorschlag vor.¹⁰⁰⁰ Dieser beinhaltete, ebenso wie die zuvor gescheiterten Vorschläge, eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht sowie eine limitierte Durchbrechungsregel, die eine begrenzte Anzahl von Übernahmehindernissen miteinbezog, die als besonders schädlich angesehen wurden. Doppel- und Mehrstimmrechte waren von den vorgesehenen Regelungen nicht umfasst. Insbesondere Deutschland stand der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht und besonders dem begrenzten Umfang der Durchbrechungsregel ablehnend gegenüber, da Wettbewerbsnachteile für deutsche Unternehmen befürchtet wurden. Der Vorschlag der griechischen Ratspräsidentschaft, die Durchbrechungsregel dahingehend zu erweitern, Mehrstimmrechte mit einzubeziehen, konnte sich jedoch nicht durchsetzen. Insbesondere die nordischen Staaten und Frankreich befürchteten, dass mit der Einbeziehung der Mehrstimmrechte ihre Doppelstimmrechte in Gefahr geraten würden. Zudem gab es Bedenken, dass eine Öffnung des Markts durch eine solche weitgehende Durchbrechungsregel den Einkauf von europäischen Unternehmen durch Investoren aus Drittstaaten erleichtern würde, da sie immer – zumindest über Tochterunternehmen – in den Genuss der Durchbrechungsregel gekommen wären.¹⁰⁰¹

Um diesem Problem zu begegnen, sah schließlich ein von der portugiesischen Delegation eingebrachter Vorschlag ein sogenanntes Optionsmodell vor, das den Mitgliedstaaten erlauben sollte, zu entscheiden, ob sie die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht bzw. die (umfassendere) Durchbrechungsregel anwenden und mithin ihren Markt für Unternehmenskontrolle öffnen wollen. Diese Lösung, die von Seiten der Kommission¹⁰⁰² vor allem wegen des bei Wegfall des Art. 9 ÜRL stark reduzierten Minderheitenschutzes und der Unterrepräsentation aktionärsdemokratischer Gesichtspunkte stark kritisiert wurde, setzten die Mitgliedstaaten am 27. November 2003 einstimmig durch. Am 16. Dezember 2003 wurde der Richtlinienvorschlag von dem Europäischen Parlament verabschiedet und am 21. April 2004 erfolgte die Zustimmung des Europäischen Rates.¹⁰⁰³ Damit hatten die 30 Jahre währenden Bemühungen um den Erlass einer Richtlinie zur Regulierung

¹⁰⁰⁰ KOM (2002) 534, auch veröffentlicht als Ratsdokument 12846/02 und als BR-DruckS.800/02, abgedruckt in NZG 2002, S.1146ff.

¹⁰⁰¹ Vgl. *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.225.

¹⁰⁰² Kritisch insbesondere Binnenmarktkommissar *Boleknstein*.

¹⁰⁰³ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl. EB Nr. L 142 vom 30.4.2004, S.12-23.

und Harmonisierung von öffentlichen Unternehmensübernahmen auf europäischer Ebene ihren vorläufigen Abschluss gefunden. Eine Revision der ÜRL ist nach Art. 20 für das Jahr 2011 vorgesehen.

9.1.2 Die Entwicklung in Deutschland

Der Pennington-Entwurf hatte auch auf nationaler Ebene eine wissenschaftliche Diskussion zum Thema Übernahmeangebote angestoßen.¹⁰⁰⁴ Daraufhin kam es 1979 zu der Verabschiedung eines Regelwerks durch die Börsensachverständigenkommission, ein das Bundesfinanzministerium beratendes Expertengremium.¹⁰⁰⁵ Das Regelwerk enthielt zu Leitsätzen geformte Verhaltensregeln zur Durchführung von Übernahmeangeboten ohne Normcharakter, die dazu bestimmt waren, durch Selbstbindung der Marktakteure Geltung zu erlangen. Die praktische Bedeutung dieses Regelwerks blieb gering.¹⁰⁰⁶

Infolge einiger, deutsche Unternehmen betreffender Übernahmeangebote,¹⁰⁰⁷ wurde Ende der achtziger Jahre das politische und öffentliche Interesse an dem Thema der Unternehmensübernahmen neu geweckt. Dies führte zu einer umfassenden Überarbeitung der Leitsätze von 1979 und zur Vorlage des Übernahmekodex von 1995.¹⁰⁰⁸ Auch der Übernahmekodex von 1995 beruhte auf dem Prinzip der Selbstbindung, sah jedoch im Gegensatz zu den Leitsätzen der Börsensachverständigenkommission vor, dass zur Überwachung der Übernahmeszenarien eine Übernahmekommission bei der Deutschen Börse AG eingerichtet wird. Der Übernahmekodex fand starke Anlehnung an den Londoner City Code und betonte vor allem den Grundsatz der Gleichbehandlung, das regulatorische Ziel der Markttransparenz und das Verbot der Marktbeeinflussung. Bei dem Erwerb von mindestens 50% der Stimmrechte an einem Unternehmen war ein Pflichtangebot vorgesehen.¹⁰⁰⁹ Aber auch der Übernahmekodex verfehlte seine erwartete Wirkung, da bis zum 11. April 2001 nur 755 der insgesamt 1016 börsennotierten Unternehmen und 86 der 100 im DAX notierten Unternehmen eine Unterwerfungserklärung zu den Regelungen des Übernahmekodex abgaben.¹⁰¹⁰ Auch wurden

¹⁰⁰⁴ Vgl. zu den nachfolgenden Darstellungen *Coppik* (2007), S.156ff.

¹⁰⁰⁵ Regelwerk der Börsensachverständigenkommission, abgedruckt in *BaumbauchHopt* (1987), S.1343.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Begr. GesE WpÜG, AT, S.63.

¹⁰⁰⁷ So beispielweise Feldmühle Nobel AG (1988) und Pirelli Spa – Continental AG (1990).

¹⁰⁰⁸ Übernahmekodex, abgedruckt in AG 19 (1995), S.572ff.

¹⁰⁰⁹ Vgl. *Coppik* (2007), S.157.

¹⁰¹⁰ Vgl. Begr. GesE WpÜG, AT, S.63.

Fälle bekannt, in denen die Abgabe eines Pflichtangebots trotz der Unterzeichnung des Kodex unterblieb oder die Unterwerfungserklärung von Unternehmen widerrufen wurde, wenn diese mit einem von dem Kodex erfassten Sachverhalt konfrontiert waren, ohne dass ein solches Vorgehen rechtliche Konsequenzen nach sich gezogen hätte.¹⁰¹¹ Vor diesem Hintergrund wurden die Stimmen in Politik und Wissenschaft lauter, die verbindliche gesetzliche Regelungen zu Unternehmensübernahmen forderten. Ein entsprechender Gesetzgebungsentwurf der SPD von 1997,¹⁰¹² sowie eine Empfehlung der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahre 1999 blieben jedoch ohne Erfolg, da der Gesetzgeber Unternehmensübernahmen betreffende regulatorische Entwicklungen auf europäischer Ebene abwarten wollte.¹⁰¹³

Im Jahre 2000 führte der politische Druck durch die publikumswirksame Übernahme der *Mannesmann AG* durch die *Vodafone Airtouch Plc.* zu einer neuerlichen Gesetzgebungsinitiative. Auf der Grundlage der aktuellen europäischen Entwürfe zur 13. ÜRL erschien am 19. Juni 2000 der Diskussionsentwurf für ein nationales Übernahmegesetz,¹⁰¹⁴ dem sich am 12. März 2001 ein Referentenentwurf mit umfangreichen Änderungen anschloss. Der Referentenentwurf sah ebenso wie der europäische Richtlinienentwurf, eine umfassende Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands vor. Nachdem der europäische Richtlinienentwurf am 4. Juli 2001 scheiterte, mehrten sich jedoch auf nationaler Ebene Stimmen, die Abwehrmöglichkeiten des Zielunternehmens auf Veranlassung der Hauptversammlung durch Vorratsbeschlüsse forderten. In dem am 11. Juli 2001 verabschiedete Regierungsentwurf¹⁰¹⁵ wurden diese Stimmen berücksichtigt. Dieser Regierungsentwurf wurde dem Finanzausschuss am 14. November 2001 vorgelegt, der weitere Änderungen forderte, die insbesondere darin bestanden, dass der Vorstand auch ohne die Zustimmung der Hauptversammlung zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen ermächtigt sein soll, solange entsprechende Maßnahmen vom Aufsichtsrat gebilligt wurden.¹⁰¹⁶ Auch diese Änderungen wurden in

¹⁰¹¹ Vgl. *Coppik* (2007), S.157.

¹⁰¹² Abgedruckt in BT DruckS.13/8164.

¹⁰¹³ Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke/Schulz* (2003), Enf. Rn.18.

¹⁰¹⁴ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen, abgedruckt in NZG 2000, S.844ff.; zu der Mannesmann Übernahme im Lichte des Marks für Unternehmenskontrolle, *Höpner/Jackson* (2001).

¹⁰¹⁵ Abgedruckt in BT DruckS.14/7034 und 14/70 (1990).

¹⁰¹⁶ Vgl. BT-DruckS.14/7477, S.25f.

dem Regierungsentwurf berücksichtigt und am 15. November 2001 beschloss der Bundestag das WpÜG, das am 1. Januar 2002 in Kraft trat.¹⁰¹⁷

Am 8. Juli 2006 erfolgte die Umsetzung der ÜRL in nationales Recht wobei der nationale Gesetzgeber darum bemüht war, die bestehenden Regelungen des WpÜG möglichst unverändert zu belassen und nur soweit es zwingend notwendig war anzupassen.¹⁰¹⁸ Für die vorliegende Arbeit ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Umsetzung des Optionsmodells der Art. 9, 12 ÜRL in den §§ 33 a, 33 c WpÜG und der Durchbrechungsregel des Art. 11 ÜRL in § 33b, jeweils in Gestalt eines *opt-out*, von Interesse.

9.2 Grundlegende Ausführungen zum WpÜG

9.2.1 Aufbau und Inhalt des WpÜG

Das WpÜG ist eingeteilt in zehn Abschnitte. Abschnitt 1 regelt den sachlichen Anwendungsbereich, liefert Begriffsbestimmungen und legt die allgemeinen Grundsätze fest, an denen sich die Auslegung der einzelnen Normen orientieren soll. Abschnitt 2 beinhaltet Regelungen zu der Aufsichtszuständigkeit der BaFin sowie zum Behördenaufbau und der nationalen und internationalen Zusammenarbeit.

In den Abschnitten 3 bis 5a hat der Gesetzgeber die materiellrechtlichen Fragen nach einem Baukastenprinzip geregelt; die Vorschriften des vorderen Abschnittes gelten jeweils auch für den hinteren Abschnitt.¹⁰¹⁹ Abschnitt 3 regelt die Einzelheiten des Angebotsverfahrens. Er betrifft zunächst nur das einfache Erwerbsangebot (§ 2 Abs. 1 WpÜG) ist aber nach Maßgabe der Verweisung in §§ 34, 39 WpÜG auch auf Übernahmeangebote (§ 29 Abs. 1 WpÜG) und Pflichtangebote (§ 35 WpÜG) anzuwenden. Das Angebotsverfahren beginnt, sobald sich der Bieter zur Abgabe eines Angebots entscheidet und endet grundsätzlich mit den Ergebnismeldungen nach Ablauf der Annahmefrist (§ 23 WpÜG). Im Vordergrund von Abschnitt 3 stehen zunächst die Pflichten des Bieters. Gemäß § 10 WpÜG hat er seine Angebotsunterlage unter der Beachtung der dort beschriebenen Verfahrensregeln unverzüglich zu veröffentlichen. Innerhalb von vier Wochen nach Veröffentlichung der Angebotsentscheidung hat der Bieter nach § 14 WpÜG der BaFin die Angebotsunterlage entsprechend den Vorgaben des § 11 WpÜG vorzulegen, um sie, im Anschluss an die Genehmigungserteilung durch die BaFin, un-

¹⁰¹⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.158.

¹⁰¹⁸ Vgl. zu den Änderungen *Coppik* (2007), S.159f. m.w.N.; *Ulbricht* (2006), S.95ff. und S.104ff.

¹⁰¹⁹ Vgl. *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), Einl. Rn.29.

verzüglich zu veröffentlichen. Mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage beginnt die Annahmefrist zu laufen, deren Bemessung sich grundsätzlich nach § 16 Abs. 1, 2 und 3 S. 1 WpÜG bestimmt. Weitere Pflichten des Bieters sind in den §§ 17, 18, 19, 21, 23 und 25 WpÜG festgelegt. Der Vorstand des Zielunternehmens kann nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage eine Hauptversammlung einberufen, die sich mit Fragen im Zusammenhang mit dem Angebot befassen soll; für diese Hauptversammlung gelten die besonderen, reduzierten Formerfordernisse des § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG. Darüberhinaus haben Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens die Pflicht, zum Inhalt der Angebotsunterlage eine Stellungnahme zu veröffentlichen, § 27 Abs. 1 und 3 WpÜG. Geben der Betriebsrat oder die Arbeitnehmer des Zielunternehmens eine eigene Stellungnahme ab, so ist diese mit zu veröffentlichen, § 27 Abs. 2 WpÜG.

Abschnitt 4 enthält die, speziell für öffentliche Übernahmeangebote gültigen Normen. Während Abschnitt 3 das Angebot zum Erwerb von Wertpapieren eines Zielunternehmens durch den Bieter im Allgemeinen regelt, richtet sich das Übernahmeangebot i.S.v. Abschnitt 4 auf die Erlangung der Kontrollmehrheit, die beim Erwerb von mindestens 30 Prozent der Stimmanteile an dem Zielunternehmen erreicht ist, § 29 WpÜG. Das Übernahmerecht – der praktisch wichtigste Teil des WpÜG – ist damit als Spezialfall der öffentlichen Kaufangebote geregelt, auf die die Vorschriften des Abschnittes 3 nach § 34 WpÜG Anwendung finden.¹⁰²⁰ Nach der Maßgabe des § 30 WpÜG werden Stimmrechtsanteile Dritter dem Bieter zugerechnet. Inhalt und Umfang des Übernahmeangebots sind gegenüber einfachen Erwerbsangeboten gemäß den §§ 31 und 32 WpÜG modifiziert. § 31 WpÜG enthält detaillierte Mindestpreisvorschriften und nach § 32 WpÜG sind Teilangebote unzulässig. Die §§ 33 – 33d WpÜG regeln übernahmespezifischen Verhaltensanforderungen an den Vorstand des Zielunternehmens sowie die Durchgriffsregeln. Lediglich zur Disposition der Hauptversammlung stehende Optionen hat das ÜRL-UmsetzungsG in § 33 a WpÜG (europäische Neutralitäts- und Stillhaltungspflicht) und in § 33b WpÜG (europäische Durchbrechungsregel) eingeführt.¹⁰²¹

Abschnitt 5 regelt das Pflichtangebot. Ein solches Angebot ist abzugeben, wenn die Kontrollerlangung über das Zielunternehmen ohne die Unterbreitung eines Übernahmeangebots erlangt wurde, § 35 WpÜG. Damit soll Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben werden, ihre Beteiligungen zu einem angemessenen Preis zu veräußern.¹⁰²² Bei der Berechnung des für die Kontrolle maßgeblichen

¹⁰²⁰ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Schüppen* (2008), Einl. Rn.4.

¹⁰²¹ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Schüppen* (2008), Einl. Rn.4; zu der Umsetzung der ÜRL in nationales Recht Gliederungspunkte 9.3.3.2 und 9.3.3.3.

¹⁰²² Vgl. *Assmann/Pötzsch/Schneider-Pötzsch* (2005), Einl. Rn.50.

Stimmrechtsanteils können in bestimmten Fällen Stimmrechte unberücksichtigt bleiben, § 36 WpÜG. Unter bestimmten Voraussetzungen kann die BaFin den Bieter von dem Erfordernis eines Pflichtangebots befreien, § 37 WpÜG. Nach § 38 WpÜG ist die Gegenleistung zu verzinsen, wenn der Bieter seiner Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots nicht nachkommt.

Der Abschnitt 5a ist durch das ÜRL-UmsetzungsG nachträglich in das WpÜG aufgenommen worden. Die neu geschaffene Möglichkeit zum übernahmerechtlichen *squeeze out* bzw. *sell out* verbleibender Minderheitsaktionäre kann innerhalb eines dreimonatigen Zeitraums nach Durchführung eines Übernahme- oder Pflichtangebots genutzt werden.

In Anschluss an den materiellrechtlichen Teil folgen in Abschnitt 6 die Verfahrensregelungen zu den Ermittlungsbefugnissen der BaFin und in Abschnitt 7 die Regelungen zu den Rechtsbehelfen gegen Verfügungen der BaFin. Abschnitt 8 regelt die Sanktionen bei Pflichtverstößen gegen die Vorschriften des WpÜG. Schließlich enthält Abschnitt 9 Sonderregelungen zum Verfahren für bürgerliche Rechtsstreitigkeiten in Wertpapiererwerbs- und Übernahmesachen und zur Gerichtsverfassung sowie Übergangsregelungen.

9.2.2 Der Anwendungsbereich des WpÜG

9.2.2.1 Sachlicher Anwendungsbereich

Der sachliche Anwendungsbereich des WpÜG wird durch das Vorliegen eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren bestimmt. Nach § 2 Abs. 1 WpÜG sind Angebote freiwillige und auf Grund einer Verpflichtung nach dem WpÜG erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren eines Zielunternehmens. Die wesentlichen Voraussetzungen des sachlichen Anwendungsbereichs sind damit die Öffentlichkeit des Angebots und das Vorliegen eines Kauf- oder Tauschangebots mit dem Ziel des Erwerbs von Wertpapieren des Zielunternehmens.

Der Begründung des Regierungsentwurfes zufolge, wurde bewusst auf eine gesetzliche Definition des Merkmals „öffentlich“ verzichtet, da dies angesichts der Vielgestaltigkeit möglicher Sachverhalte kaum möglich sei und eine Definition zudem die Gefahr von Umgehungsstrategien mit sich bringe.¹⁰²³ Zur Abgrenzung

¹⁰²³ Vgl. Begründung des RegE, BT-DruckS.14/7034, S.33 und Gegenäußerung der BReg zur Stellungnahme des BRats, BT-DruckS.14/70 (1990), S.1; hierzu auch *Fleischer/Kalss* (2002), S.55f.; *Mühle* (2002), S.188ff.

des Begriffs sei eine Vielzahl von Kriterien heranzuziehen, namentlich die Anzahl der Personen, an die sich das Angebot richtet, die einseitige Formulierung oder individuelle Ausgestaltung des Angebots sowie der Charakter der einzelnen Angebotsbedingungen.¹⁰²⁴ Generell wird sich die Abgrenzung des jeweiligen Sachverhalts am Schutzzweck des Gesetzes zu orientieren haben, der insbesondere in den allgemeinen Grundsätzen des § 3 WpÜG reflektiert wird.¹⁰²⁵

Sachlicher Gegenstand des Angebots des Bieters bildet der Kauf- oder Tausch zum Erwerb von Wertpapieren des Zielunternehmens, § 2 Abs. 1 WpÜG. Der Begriff des Wertpapiers wird in § 2 Abs. 2 WpÜG definiert. Danach sind Wertpapiere, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten sowie andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere oder Zertifikate, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben. Aktien in diesem Sinne sind Inhaber- und Vorzugsaktien.¹⁰²⁶

Dem Gesetz unterfallen sämtliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Aktien einer inländischen Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft, auch wenn diese Angebote nicht auf eine Kontrollerlangung gerichtet sind (sogenannte einfache Erwerbsangebote). Erfasst werden damit auch Angebote mit denen ein Bieter eine Beteiligung unterhalb der Kontrollschwelle begründen oder ausbauen will oder mit denen der Bieter seine bereits kontrollvermittelnde Beteiligung ausweiten will.¹⁰²⁷

9.2.2.2 Persönlicher Anwendungsbereich

Für die Eröffnung des persönlichen Anwendungsbereichs des WpÜG muss das Zielunternehmen eine inländische Aktien- oder Kommanditgesellschaft auf Aktien sein, deren Anteile zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, §§ 1, 2 Abs. 7 und 8 WpÜG. Inländische organisierte Märkte sind die Marktsegmente des amtlichen Handels und des geregelten Markts an einer Börse im Inland sowie des geregelten Markts i.S.d. Art. 1 Nr. 13 Richtlinie des Rates

¹⁰²⁴ Vgl. Begründung des RegE, BT-DruckS.14/7034, S.33; zu dem sog. „Acht-Faktoren-Test“ zur Bestimmung der Öffentlichkeit des Angebots *Mühle* (2002), S.1 (1990).

¹⁰²⁵ Vgl. *Pötzsch* (2002), S.20.

¹⁰²⁶ Vgl. *Mühle* (2002), S.187.

¹⁰²⁷ Vgl. *Fleischer/Kalss* (2002), S.54; *Mühle* (2002), S.191.

vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen in einem anderen Wirtschaftsraum, nicht jedoch der Freiverkehr.¹⁰²⁸

Bieter i.S.d. WpÜG kann jede natürliche oder juristische Person sein, die allein oder gemeinsam mit anderen Personen ein Angebot abgibt, ein solches abzugeben beabsichtigt oder zur Abgabe verpflichtet ist, § 2 Abs. 4 WpÜG. Indem der persönliche Anwendungsbereich Bieter als natürliche und juristische Personen unabhängig von ihrer Börsennotierung umfasst, wurde auf die *raider* Problematik reagiert und zugleich dafür gesorgt, dass die Offenlegungspflichten schwerer zu umgehen sind. Treten mehrere gemeinsam handelnde Personen i.S.d. § 2 Abs. 5 WpÜG als Bieter auf, hat jeder Beteiligte einer solchen Bietergemeinschaft die den Bieter betreffenden gesetzlichen Verpflichtungen zu erfüllen.¹⁰²⁹

9.2.3 Allgemeine Grundsätze des WpÜG

Mit dem WpÜG wird das Ziel verfolgt, Leitlinien für ein faires geordnetes Angebotsverfahren zu schaffen, ohne Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern, die Informationen und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer zu verbessern, die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen zu stärken und sich an international üblichen Standards zu orientieren.¹⁰³⁰ Zu diesem Zweck hat der Gesetzgeber in § 3 WpÜG die allgemeinen Grundsätze der Gleichbehandlung, der Transparenz, der Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse, des beschleunigten Verfahrens und der Vermeidung von Marktverzerrungen festgelegt. Diese Grundsätze sollen die grundlegenden Wertungen wiedergeben, die bei der Auslegung aller übrigen Normen des WpÜG und bei deren Rechtsanwendung zu berücksichtigen sind.¹⁰³¹

9.2.3.1 Der Gleichbehandlungsgrundsatz

Nach § 3 Abs. 1 WpÜG sind Inhaber von Wertpapieren des Zielunternehmens, die der gleichen Gattung angehören, gleich zu behandeln. Dieser Grundsatz weist zwar gewisse Parallelen zu dem Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53 a AktG auf, stimmt mit diesem allerdings nicht überein. Normadressat des § 53 a AktG ist nur die Aktiengesellschaft selbst, nicht jedoch der einzelne Aktionär, während

¹⁰²⁸ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), § 1 Rn.25ff.; Fleischer/Kalss (2002), S.60ff.; Mühle (2002), S.185; Pöttsch (2002), S.20.

¹⁰²⁹ Vgl. Mühle (2002), S.186.

¹⁰³⁰ Vgl. Begr. GesE WpÜG AT, S.65.

¹⁰³¹ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 3 S.83; Coppik (2007), S.161; Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.1.

sich § 3 Abs. 1 WpÜG sowohl an das Zielunternehmen als auch an den Bieter richtet, der keine juristische Person sein muss und Aktionäre des Zielunternehmens sein kann, aber nicht muss.¹⁰³²

Der Gleichbehandlungsgrundsatz ist ein zentrales Element des Übernahmerechts und dient dazu, dass die Entscheidung der Aktionäre über das Angebot auf der Grundlage unternehmensbezogener Gesichtspunkte getroffen wird. Der Grundsatz berücksichtigt die regelmäßig fehlende Waffengleichheit zwischen dem Bieter und den Aktionären des Zielunternehmens. Der Bieter wird im Vergleich zu den Aktionären des Zielunternehmens regelmäßig besser über den Wert des Unternehmens und damit über die Werthaltigkeit der Wertpapiere informiert sein. Zudem kennt auch nur der Bieter die Höhe der ihm für die Übernahme zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel.¹⁰³³ Auf der anderen Seite sind die Aktionäre mit dem bereits dargestellten Entscheidungsdruck zur Annahme eines Übernahmeangebots und dem Problem der kollektiven Aktion konfrontiert.¹⁰³⁴ Der Gleichbehandlungsgrundsatz zielt in diesem Zusammenhang darauf ab, dass den Aktionären des Zielunternehmens zum einen ausreichende Informationen zur Verfügung stehen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Zum anderen muss im Grundsatz eine gleichberechtigte Teilhabe an den, mit der Annahme des Angebots und der gebotenen Gegenleistung verbundenen Entscheidungen gewährleistet sein.¹⁰³⁵

Darüberhinaus berührt der Gleichbehandlungsgrundsatz die Frage, inwieweit die einzelnen Aktionäre des Zielunternehmens an der Kontrollprämie zu beteiligen sind. Diese Frage ist stark umstritten, da die Verschaffung der Kontrollmehrheit ein von der Übertragung der in der Aktie verkörperten Mitgliedschaftsrechte zu trennendes Gut darstellt.¹⁰³⁶ Gegen die Verteilung der Kontrollprämie an alle veräußernden Aktionäre wird angeführt, dass die, auf der Zahlungsbereitschaft des Bieters für das Gut Kontrolle beruhende Kontrollprämie nur derjenige beanspruchen könne, der in der Lage ist, dem Erwerber die Kontrolle zu verschaffen. Dies kann ein Mehrheitsaktionär sein oder ein Minderheitsaktionär, wenn gerade des-

¹⁰³² Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch* (2005), § 3 Rn.8; *Pöttsch* (2002), S.23.

¹⁰³³ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch* (2005), § 3 Rn.7.

¹⁰³⁴ Vgl. Gliederungspunkte 3.1.3.3 und 7.2.2.1.

¹⁰³⁵ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch* (2005), § 3 Rn.7; *Coppik* (2007), S.163ff.; *Fleischer/Kalss* (2002), S.72f.

¹⁰³⁶ Vgl. *Birke* (2005), S.64ff.; *Coppik* (2007), S.162 m.w.N.

sen Aktien dem Bieter die Kontrollmehrheit verschaffen.¹⁰³⁷ Wird die Kontrollprämie durch das Gleichbehandlungsgebot auf solche Aktionäre externalisiert, die nicht in der Lage sind, dem Bieter die Kontrolle zu übertragen, so verringere sich der Anreiz für den Kontrollinhaber, seine Anteile zu verkaufen, was sich negativ auf die Aktivität am Übernahmemarkt auswirken könne.¹⁰³⁸ Gegen diese Auffassung wird argumentiert, dass das angeführte Problem nur dann auftrete, wenn es tatsächlich einen Mehrheitsaktionär gibt. Denn solange die Aktien eines Unternehmens gestreut sein und keine Kontrollposition bestehe, könne auch kein Aktionär dem Bieter die Kontrollmehrheit verschaffen. In diesem Fall sei eine Art antizipierte Kontrollprämie gleichmäßig auf alle Anteile verteilt.¹⁰³⁹ Letztlich könne eine gleichmäßige Verteilung der Kontrollprämie jedenfalls dazu beitragen, die negativen Folgen der Aktionäre des Zielunternehmens zu lindern, da das Risiko verringert werde, dass die Anleger durch die Ausgestaltung des Übernahmeangebots, beispielsweise infolge eines zweigeteilten Angebots (sogenannte *two tire offer*), dazu gezwungen werde, seine Anteile unter einem, seinen Interessen entsprechenden Preis zu veräußern. Damit werde die Anlageentscheidung nicht nur vor dem Risiko einer Änderung der Geschäftspolitik immunisiert, sondern es werde darüberhinaus gewährleistet, dass der Anleger an den, bei der Übernahme realisierten Synergieeffekten beteiligt werde.¹⁰⁴⁰

9.2.3.2 Der Transparenzgrundsatz

Nach dem Transparenzgrundsatz des § 3 Abs. 2 WpÜG müssen die Angebotsadressaten über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Damit soll ihnen die Möglichkeit gegeben werden, die umfangreiche Angebotsunterlage zu prüfen und auf dieser Grundlage eine sachlich fundierte und eigenverantwortliche Transaktionsentscheidung zu treffen.¹⁰⁴¹ Dabei spiegelt der Grundsatz die Erkenntnis wider, dass Informationsasymmetrien zu Marktversagen führen können und die möglichst vollständige Information der Marktteilnehmer eine wichtige Grundvoraussetzung für effizienzsteigernde Transaktionen ist.¹⁰⁴²

¹⁰³⁷ Vgl. Coppik (2007), S.162; dahingehend auch BVerfG ZIP 1999, S.1441; ausführlich hierzu Reul (1991b).

¹⁰³⁸ Vgl. Posner (2007), S.429; Easterbrook/Fischel (1991), S.127.

¹⁰³⁹ Vgl. Coffee (1984), S.11 (1992); kritisch Birke (2005), S.65.

¹⁰⁴⁰ Vgl. Birke (2005), S.78.

¹⁰⁴¹ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 3 S.83.

¹⁰⁴² Vgl. grundlegend Akerloff (1970), S.488; hierzu auch Coppik (2007), S.166f.

In Ausprägung des Transparenzgrundsatzes normiert das WpÜG eine Reihe spezieller Informationspflichten. Pflichtadressat ist zunächst der Bieter, der eine detaillierte Angebotsunterlage erstellen und veröffentlichen muss, §§ 11 ff. WpÜG, und überdies nach § 23 WpÜG gehalten ist, während des Angebotszeitraums seinen Beteiligungsstand fortlaufend zu veröffentlichen.¹⁰⁴³ Da der Grundsatz jedoch fordert, dass den Angebotsadressaten lediglich ausreichend Informationen für ihre Transaktionsentscheidung zur Verfügung stehen, ist § 3 Abs. 2 WpÜG nicht dahingehend zu verstehen, dass der Bieter sämtliche von ihm gehaltenen, die Übernahme betreffenden Informationen offen legen muss.¹⁰⁴⁴ Aber auch der Vorstand und der Aufsichtsrat sind von dem Transparenzgrundsatz betroffen; sie haben nach § 27 WpÜG eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben und zu veröffentlichen. Dem Zeitgesichtspunkt tragen insbesondere die Regelungen zu der Angebotsfrist in § 16 WpÜG Rechnung.

9.2.3.3 Der Interessenswahrungsgrundsatz

Gemäß Art. 3 Abs. 3 WpÜG müssen Vorstand und Aufsichtsrat im Interesse des Zielunternehmens handeln. Der Grundsatz stellt damit klar, dass die unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Pflichtenstellung¹⁰⁴⁵ während des Angebotsverfahrens durch das WpÜG nicht suspendiert wird, sondern unverändert bestehen bleibt.¹⁰⁴⁶ Zu berücksichtigen sind demnach neben den Anteilseignerinteressen die Interessen der Arbeitnehmer, der Fremdkapitalgeber, sonstiger Gläubiger sowie die Interessen der Öffentlichkeit.¹⁰⁴⁷ Dem Willen des Gesetzgebers zufolge sollen von der Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse während des Angebotsverfahrens insbesondere auch die Interessen der Minderheitsaktionäre und der Arbeitnehmer mit umfasst sein.¹⁰⁴⁸ Forderungen aus der Literatur, nach denen jedenfalls während des Übernahmeverfahrens ausschließlich die Aktionärsinteressen Berücksichtigung finden sollen und der Schutz anderweitiger Interessen

¹⁰⁴³ Vgl. *Fleischer/Kalss* (2002), S.73.

¹⁰⁴⁴ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann* (2005), § 3 Rn.24f.; zu der Begrenzung der Offenbarungspflicht *Coppik* (2007), S.169f.

¹⁰⁴⁵ Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 6.1.2.1.

¹⁰⁴⁶ Vgl. *Begr GesE WpÜG*, § 3 S.83; *Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann* (2005), § 3 Rn.27; *Steinmeyer/Häger-Steinhardt* (2007), § 3 Rn.12; *Winter/Harbarth* (2002), S.15.

¹⁰⁴⁷ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann* (2005), § 3 Rn.35; *Steinmeyer/Häger-Steinhardt* (2007), § 3 Rn.12.

¹⁰⁴⁸ Vgl. *Begr GesE WpÜG*, AT S.35, 58 und 65.

nicht im Übernahmerecht anzusiedeln sei, ist der Gesetzgeber damit nicht gefolgt.¹⁰⁴⁹

Der Grundsatz aus Art. 3 Abs. 3 WpÜG ist dadurch eingeschränkt, dass ihm § 33 WpÜG als *lex specialis* vorgeht, soweit die zu beurteilende Handlung des Vorstands den Erfolg des Übernahmeangebots verhindern könnte.¹⁰⁵⁰ Die Verpflichtung des Vorstands und des Aufsichtsrats auf das Unternehmensinteresse im Zusammenhang mit der Abwehr von Übernahmeangeboten ist jedoch insofern von Bedeutung, als der Aufsichtsrat den Vorstand von seiner Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nur dann nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3. befreien und der Vorstand Ausnahmen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 und 2 sowie Ermächtigungen der Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 nur dann nutzen darf, wenn dies im Unternehmensinteresse geschieht.¹⁰⁵¹ In gleicher Weise sind Vorstand und Aufsichtsrat bei ihrer Stellungnahme zum Angebot nach § 27 WpÜG dem Unternehmensinteresse verpflichtet.¹⁰⁵²

9.2.3.4 Das Behinderungsverbot

Nach § 3 Abs. 4 WpÜG ist das Angebotsverfahren rasch durchzuführen, damit eine Behinderung des Zielunternehmens in seiner Geschäftstätigkeit über das Maß hinaus verhindert wird, welches mit einem Wertpapiererwerb oder einem Übernahme- bzw. Pflichtangebot notwendigerweise verbunden und deshalb hinzunehmen ist.¹⁰⁵³ Dieser Grundsatz beruht auf der Erkenntnis, dass öffentliche Übernahmeangebote mit erheblichen Belastungen für das Zielunternehmen verbunden sein können. So führen die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht sowie die, mit dem Angebot verbundene Unsicherheit über die Zukunft des Zielunternehmens und dessen künftige geschäftspolitische und strategische Ausrichtung zu einer Behinderung der Geschäftstätigkeit des Managements. Daneben bindet die Pflicht zur Stellungnahme nach § 27 WpÜG die Ressourcen von Vorstand und Aufsichtsrat.¹⁰⁵⁴ Beide Sachverhalte können Effizienzeinbußen und Transaktionskosten für

¹⁰⁴⁹ Vgl. Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.12.

¹⁰⁵⁰ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 3 Rn.29; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler (2003), § 3 Rn.37; Krause (1996), S.214.

¹⁰⁵¹ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 3 Rn.29; Fleischer/Kalss (2002), S.75.

¹⁰⁵² Vgl. Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.12.

¹⁰⁵³ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann (2005), § 3 Rn.49.

¹⁰⁵⁴ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann (2005), § 3 Rn.50; Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.14.

das Zielunternehmen nach sich ziehen.¹⁰⁵⁵ Aber auch für den Bieter ist das Übernahmeverfahren mit Unsicherheit verbunden und verursacht Transaktionskosten, weshalb auch er ein Interesse an der raschen Durchführung des Verfahrens haben wird.¹⁰⁵⁶ Allerdings ist der Grundsatz des § 3 Abs. 4 WpÜG deshalb problematisch, weil er im Widerspruch zu § 3 Abs. 3 WpÜG steht. Denn nach dem Interessenswahrungsgrundsatz ist dem Vorstand und dem Aufsichtsrat jegliche Schädigung des Unternehmens untersagt. § 3 Abs. 4 S. 2 WpÜG setzt jedoch voraus, dass es während des Zeitraums des Übernahmeverfahrens durchaus Behinderungen des Zielunternehmens in Kauf genommen werden müssen.¹⁰⁵⁷

9.2.3.5 Das Marktverzerrungsverbot

Zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ordnet § 3 Abs. 5 WpÜG schließlich an, dass beim Handel mit Wertpapieren des Zielunternehmens, des Bieterunternehmens oder anderer durch das Angebot betroffener Unternehmen keine Marktverzerrungen entstehen dürfen.¹⁰⁵⁸ Der Grundsatz trägt dem Umstand Rechnung, dass unrichtige und unvollständige Informationen und Gerüchte im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot sowie in spekulativer Absicht bewirkte Kursschwankungen zu Marktverzerrungen führen und hierdurch Wertpapierinhaber zu sachlich ungerechtfertigten Entscheidungen verleiten können.¹⁰⁵⁹ Marktverzerrung bedeutet, dass ein Marktergebnis aufgrund markt- und wettbewerbsfremder Einflüsse zustande kommt. Durch diese wird der Marktmechanismus beeinträchtigt, womit dessen wohlfahrtssteigernde Wirkung nicht zur Entfaltung gelangen kann.¹⁰⁶⁰

§ 3 Abs. 5 WpÜG tritt neben die allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Regelungen des WpHG. Eine konkrete Ausprägung im WpÜG findet der Grundsatz in § 10 Abs. 1 S. 2 und 3, wonach der Bieter sowie das Zielunternehmen im Vorfeld der Abgabe eines Übernahmeangebots sicherstellen müssen, dass die Übernahmeabsichten nicht bekannt werden.¹⁰⁶¹ Darüberhinaus sind die laufenden Wasserstandsmeldungen i.S.d. § 23 WpÜG sowie das Verbot der *invitatio ad offerendum*

¹⁰⁵⁵ Vgl. Coppik (2007), S.173.

¹⁰⁵⁶ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Assmann (2005), § 3 Rn.49; Coppik (2007), S.173f.

¹⁰⁵⁷ Vgl. Kirchner (2002), S.63.

¹⁰⁵⁸ Vgl. Fleischer/Kalss (2002), S.76.

¹⁰⁵⁹ Vgl. Fleischer/Kalss (2002), S.76; Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.17.

¹⁰⁶⁰ Vgl. Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler (2003), § 3 Rn.33.

¹⁰⁶¹ Vgl. Steinmeyer/Häger-Steinhardt (2007), § 3 Rn.19.

nach § 17 WpÜG Vorschriften, die geeignet sind, manipulativen Marktverzerrungen entgegenzuwirken.¹⁰⁶²

9.3 Grundlegende Ausführungen zu der EU-Übernahmerichtlinie

Die ÜRL enthält Maßnahmen zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften, Verhaltenskodizes und sonstigen Regelungen zu öffentlichen Übernahmeangeboten auf Wertpapiere einer dem Recht der Mitgliedstaaten der EU unterliegenden Gesellschaft, sofern alle oder ein Teil dieser Wertpapiere auf einem geregelten Markt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zugelassen sind, Art. 1 Abs. 1 ÜRL.

9.3.1 Anwendungsbereich

Ihrem sachlichen Anwendungsbereich nach unterfallen der ÜRL öffentliche Übernahmeangebote unter folgenden Voraussetzungen: Das Angebot muss vom Bieter zum Erwerb eines Teils oder aller Wertpapiere des Zielunternehmens abgegeben werden. Bei dem Angebot muss es sich entweder um ein Pflichtangebot, das sich an den Erwerb der Kontrolle über das Zielunternehmen anschließt und den Bieter verpflichtet, ein Angebot auf alle Anteile abzugeben handeln, oder um ein freiwilliges Angebot, das den Kontrollenerwerb zum Ziel hat.¹⁰⁶³ Wertpapiere i.S.d. Art. 2 Abs. 1 e ÜRL sind übertragbare Wertpapiere, die Stimmrechte in einer Gesellschaft verleihen. Vorzugslose Aktien ohne Stimmrechte, wie beispielsweise nach § 139 AktG, werden daher nicht erfasst. Allerdings können die Mitgliedstaaten den sachlichen Anwendungsbereich im Hinblick auf den Wertpapierbegriff ausdehnen.¹⁰⁶⁴

Die ÜRL umfasst ihrem räumlichen Anwendungsbereich nach alle Übernahmeangebote, die für Wertpapiere einer Gesellschaft abgegeben werden, die dem Recht eines Mitgliedstaats untersteht, wenn die Wertpapiere ganz oder zum Teil zum Handel an einem geregelten Markt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zugelassen sind, Art. 1 Abs. 1 ÜRL.

9.3.2 Allgemeine Grundsätze

In Art. 3 ÜRL sind verschiedene allgemeine Grundsätze geregelt, deren Einhaltung von den Mitgliedstaaten in jedem Fall, auch wenn beispielsweise von der

¹⁰⁶² Vgl. *Fleischer/Kalss* (2002), S.76.

¹⁰⁶³ Vgl. *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.225f.

¹⁰⁶⁴ Vgl. Nr. 11 der Erwägungsgründe zum WpÜG.

Ausnahmeregelung des Art. 4 Abs. 5 ÜRL Gebrauch gemacht wird, sicherzustellen ist.¹⁰⁶⁵

Nach dem Grundsatz der Gleichbehandlung sind die Inhaber von Wertpapieren eines Zielunternehmens, die der gleichen Gattung angehören, gleich zu behandeln, Art. 3 Abs. 1 a ÜRL. Dieser Grundsatz bezweckt im Wesentlichen, dass Minderheitsaktionäre, Aktionäre mit größerem Anteilsbesitz und institutionelle Anleger zu gleichen Konditionen das Angebot annehmen und ihre Aktien verkaufen können. Zudem verfolgt Art. 3 Abs. 1 a ÜRL das Ziel, die Wertpapierinhaber zu schützen, wenn eine Person die Kontrolle über das Zielunternehmen erlangt.

Der in Art. 3 Abs. 1 b ÜRL festgelegte Grundsatz befasst sich mit dem Informationsanspruch der Wertpapierinhaber. Er legt fest, dass sie über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen müssen, damit eine sachlich fundierte Entscheidung über das Übernahmeangebot getroffen werden kann.

In Art. 3 Abs. 1 c ÜRL wird auf die Frage nach der Bindung an das Unternehmensinteresse eingegangen. Insoweit wird festgelegt, dass das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan des Zielunternehmens im Interesse der gesamten Gesellschaft handeln muss und den Inhaber von Wertpapieren nicht die Möglichkeit vorenthalten darf, das Angebot selbst zu beurteilen. Eine solche Bindung an das Unternehmensinteresse war in den Vorläufern der Richtlinie noch nicht enthalten, die vielmehr eine Verpflichtung auf Interessen der Gesellschafter vorsahen. Durch die Einbeziehung des Unternehmensinteresses in die ÜRL sollte sichergestellt werden, dass auch die Interessen der Arbeitnehmer berücksichtigt werden und die langfristige Unternehmensentwicklung in die Handlungsentscheidungen der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane mit einfließen.¹⁰⁶⁶ Allerdings steht die Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse nicht alleine, da nach dem 2. Halbsatz des Art. 3 Abs. 1 c den Wertpapierinhabern nicht die Möglichkeit vorenthalten werden darf, das Angebot selbst zu beurteilen. Insbesondere dann, wenn die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nicht zu Anwendung gelangt und der Erfolg des Übernahmeangebots durch Verteidigungsmaßnahmen der Organe verhindert werden kann, besteht die Gefahr, dass es diesbezüglich zu Interessenskonflikten kommt.¹⁰⁶⁷

Mit dem Grundsatz des Art. 3 Abs. 1 d ÜRL soll verhindert werden, dass es beim Handel mit Wertpapieren des Zielunternehmens, des Bieters oder anderer durch

¹⁰⁶⁵ Vgl. *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.226.

¹⁰⁶⁶ Vgl. *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.227.

¹⁰⁶⁷ Vgl. *Maul/Muffat-Jeandet* (2004), S.227.

das Übernahmeangebot betroffener Unternehmen zu Marktverzerrungen durch künstliche Beeinflussungen der Wertpapierkurse und durch Verfälschung der Funktionsweisen des Markts herbeigeführt werden.¹⁰⁶⁸

Nach dem Grundsatz aus Art. 3 Abs. 1 e ÜRL hat der Bieter vor Abgabe des Angebots sicherzustellen, dass er die gegebenenfalls als Geldleistung gebotene Gegenleistung für die Wertpapiere des Zielunternehmens in vollem Umfang leisten kann und alle gebotenen Maßnahmen trifft, um die Erbringung aller sonstigen Arten von Gegenleistungen zu garantieren. Dieser Grundsatz bezweckt insbesondere, das Zielunternehmen, Aktionäre und Märkte vor Scheinangeboten zu schützen.¹⁰⁶⁹

Schließlich soll nach Art. 3 Abs. 1 f ÜRL gewährleistet werden, dass das Zielunternehmen durch ein Übernahmeangebot nicht in seiner Geschäftstätigkeit über einen angemessenen Zeitraum hinaus behindert wird. Das ist unter anderem deshalb von Bedeutung, da nach Abgabe eines Angebots Entscheidungen des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans, die das Angebot vereiteln können, bei Anwendung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen. Angebote können folglich unter Umständen zu einer Lähmung des Zielunternehmens führen, weil der Vorstand nicht mehr im gleichen Maße frei über operative Maßnahmen entscheiden kann, wie es der Fall wäre, wenn kein Übernahmeangebot vorliegt.¹⁰⁷⁰

9.3.3 Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, Optionsmodell, Durchbrechungsregelung und Reziprozitätsregelung

9.3.3.1 Die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht

Art. 9 ÜRL regelt die während der Richtlinienverhandlungen hochumstrittene Neutralitäts- und Stillhaltepflicht. Gemäß Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 ÜRL muss das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan des Zielunternehmens, das über die Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Übernahmeangebots informiert worden ist, die vorherige und zu diesem Zweck erteilte Ermächtigung der Hauptversammlung einholen, bevor es Verteidigungsmaßnahmen ergreift. Die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht besteht für zwei Ausnahmefälle nicht. Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 erlaubt die Suche nach einem konkurrierenden Angebot. Aus dem Umkehrschluss zu Art. 9 Abs. 3 ergibt sich außerdem, dass solche Maßnahmen zulässig sind, die

¹⁰⁶⁸ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler (2003), § 3 Rn.34ff.

¹⁰⁶⁹ Vgl. Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.227.

¹⁰⁷⁰ Vgl. Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.227.

innerhalb des normalen Geschäftsverlaufes des Unternehmens liegen, wenn sie der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor Beginn der Geltung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht gefasst wurden und noch nicht oder nicht vollständig umgesetzt wurden.¹⁰⁷¹ Gemäß Art. 9 Abs. 4 können Mitgliedstaaten Vorschriften erlassen, die die kurzfristige Einberufung einer Hauptversammlung zur Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen ermöglichen. Eine entsprechende Ladefrist zur Abwehrhauptversammlung darf allerdings zwei Wochen nicht unterschreiten.

9.3.3.2 Das Optionsmodell

Im Rahmen eines zweistufigen Optionsmodelles nach Art. 12 ÜRL, dass erst in der Schlussphase der Richtlinienverhandlungen gegen den Willen der Kommission eingeführt wurde, sind die Mitgliedstaaten allerdings berechtigt, von der Umsetzung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht abzusehen.¹⁰⁷² Nach dem Optionsmodell sind die Mitgliedstaaten berechtigt, von der Umsetzung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht abzusehen (sogenanntes *opt-out*, Art. 12 Abs. 1 ÜRL). Mitgliedstaaten, die von diesem Recht Gebrauch machen, müssen allerdings den Unternehmen mit Sitz in ihrem Hoheitsgebiet die Möglichkeit eröffnen, sich den Beschränkungen der Richtlinie durch einen Beschluss der Hauptversammlung mit satzungsändernder Mehrheit individuell unterwerfen und wieder lösen zu können (sogenanntes *opt-in*, Art. 12 Abs. 2 ÜRL).¹⁰⁷³

9.3.3.3 Die Durchbrechungsregel

Neben dem Optionsmodell, das den Grad der Marktöffnung in gewissem Umfang den Mitgliedstaaten überlässt, kommt der Durchbrechungsregel aus Art. 11 ÜRL die Funktion zu, unabhängig von den Entscheidungen der Mitgliedstaaten für eine Marktöffnung zu sorgen.¹⁰⁷⁴ Die Durchbrechungsregelung entfaltet ihre Wirkung in zwei Phasen.¹⁰⁷⁵ Die erste Phase ist grundsätzlich mit dem Annahmezeitraum identisch. In diesem Zeitraum sind satzungsmäßige Beschränkungen der Übertragung von Wertpapieren gegenüber dem Bieter unwirksam. Auch Übertragungsbe-

¹⁰⁷¹ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), Einl. Rn.92.

¹⁰⁷² Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), Einl. Rn.99; Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.310.

¹⁰⁷³ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), Einl. Rn.99; Coppik (2007), S.241; Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.310.

¹⁰⁷⁴ So zu verstehen auch Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.311.

¹⁰⁷⁵ Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), Einl. Rn.(1995)ff.; Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.311f.

schränkungen, die auf vertraglichen Vereinbarungen des Zielunternehmens mit den Aktionären oder der Aktionäre des Zielunternehmens untereinander zurückgehen, können keine Wirkung entfalten, sofern diese Vereinbarungen nach Annahme der Richtlinie geschlossen worden sind. Auch entfalten Stimmrechtsbeschränkungen einer Abwehrhauptversammlung keine Wirkung, sofern sie in der Satzung des Zielunternehmens verankert sind oder auf, nach Annahme der Richtlinie geschlossene vertragliche Vereinbarungen zwischen Zielunternehmen und Aktionären oder der Aktionäre des Zielunternehmens untereinander zurückgehen, Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 1 und 2 ÜRL. Die Durchbrechungsregel greift nicht, wenn für die Einschränkung des Stimmrechts besondere finanzielle Vorteile gewährt werden, Art. 11 Abs. 6 ÜRL. Mehrstimmrechtsaktien gewähren nach der Durchbrechungsregel auf der Abwehrhauptversammlung nur eine Stimme, Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 3 ÜRL.

Die zweite Phase beginnt, wenn der Bieter nach Abschluss des Angebots über 75% des stimmberechtigten Kapitals des Zielunternehmens hält. In diesem Fall finden die, in der ersten Phase von der Durchbrechungsregelung betroffenen satzungsmäßigen und vertraglichen Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen sowie satzungsmäßige Entsenderechte, auf der ersten Hauptversammlung nach Abschluss des Angebots, die der Bieter einberuft, keine Anwendung und auch Mehrstimmrechtsaktien gewähren nur eine Stimme, Art. 11 Abs. 4 ÜRL.

Art. 11 Abs. 7 ÜRL sieht vor, dass die Durchbrechungsregel nicht für *golden shares*, also solche Wertpapiere gilt, die von einem der Mitgliedstaaten gehalten werden und ihm besondere Rechte einräumen, sofern diese Rechte mit dem EG-Vertrag vereinbar sind.

9.3.3.4 Die Reziprozitätsregelung

Ein wichtiges Element der Durchbrechungsregelung und des Optionsmodells ist die Reziprozitätsregelung des Art. 12 Abs. 3 ÜRL, die zu einheitlicheren Ausgangsbedingungen für Unternehmen führen soll, auf die unterschiedlichen Regelungen des Optionsmodells und/oder der Durchbrechungsregelung anwendbar sind.¹⁰⁷⁶ Die Reziprozitätsregelung erlaubt es den Mitgliedstaaten, Unternehmen, die die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach Art. 9 Abs. 2 ÜRL bzw. die Durchbrechungsregel nach Art. 11 ÜRL anwenden, von der Anwendung einer oder beider Regelungen zu befreien, wenn das Unternehmen Ziel eines Übernahmeangebots geworden ist und der Bieter die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht bzw. die Durchbrechungsregelung nicht anwendet. Allerdings ist nach Art. 12 Abs. 5 ÜRL

¹⁰⁷⁶ Vgl. Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.312.

für die Anwendung der Reziprozitätsregelung und das Ergreifen entsprechender Verteidigungsmaßnahmen neben der Erlaubnis des Mitgliedstaats eine, den jeweiligen Fall betreffende Ermächtigung durch die Hauptversammlung des Zielunternehmens erforderlich. Diese Ermächtigung darf bei Bekanntmachung der Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots nicht länger als 18 Monate zurückliegen.¹⁰⁷⁷

9.3.4 Das Spektrum der richtlinienkonformen Regelungen

Im Zusammenhang mit der Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands werden unterschiedliche Ansätze diskutiert, die sich zwischen den zwei Extrempunkten, nämlich der Statuierung einer strikten Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ohne Ausnahmen und der Nichtregelung der Verhaltenspflichten im Übernahmerecht, also der Beibehaltung der herkömmlichen verbandsrechtlichen Pflichtenstellung bewegen.¹⁰⁷⁸ Nachfolgend wird untersucht, ob und inwieweit die sich in diesem Spektrum bewegendenden Regelungsalternativen mit den Vorgaben der ÜRL zu vereinbaren sind.

9.3.4.1 Die Anforderungen der ÜRL

Aus Art. 3 Abs. 2 b ÜRL ergibt sich das obere Ende des Spektrums richtlinienkonformer Regelungen zu den Verhaltenspflichten der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane. Die Vorschrift bestimmt, dass Mitgliedstaaten auch strengere Bestimmungen festlegen können, als von der Richtlinie vorgesehen. Die Mitgliedstaaten können folglich in der Regelungsintensität über die in Art. 9 Abs. 2 festgelegte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit autonomen und autorisierten Ausnahmen hinausgehen und eine strikte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht vorschreiben.

Hinsichtlich der Mindestanforderungen an die Regelung der Verhaltenspflichten ist die ÜRL weniger eindeutig. Sie sind deshalb im Wege der Auslegung der Art. 9, 12 ÜRL zu ermitteln.¹⁰⁷⁹ Art. 12 Abs. 1 ÜRL gibt den Mitgliedstaaten ein Wahlrecht die Vorschriften des Art. 9 Abs. 2 und 3 ÜRL umzusetzen (*opt-out*), soweit den Unternehmen die Möglichkeit gegeben wird, sich individuell für die Anwendung der Vorschriften zu entscheiden, Art. 12 Abs. 2 ÜRL (*opt-in*). Dem Wortlaut der Art. 9, 12 ÜRL nach, ist damit nur die Ermöglichung eines *opt-in* zwingend.

¹⁰⁷⁷ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Pöttsch (2005), § 33 Rn.36.; Maul/Muffat-Jeandet (2004), S.312f.

¹⁰⁷⁸ Vgl. Kirchner (1999), S.485f.; hierzu auch Gliederungspunkt 5.2

¹⁰⁷⁹ Vgl. ausführlich hierzu Coppik (2007), S.242ff.

Entscheidet sich ein Mitgliedstaat folglich für ein *opt-out*, so schreibt der Wortlaut der Art. 9, 12 ÜRL keine weiteren Regelungen zu den Verhaltenspflichten vor, womit dem Wortlaut nach, unter Vorbehalt des *opt-in*, die gesamte Bandbreite von Regelungsalternativen im nationalen Recht ohne Mindestanforderungen richtlinienkonform erscheint.

Bei der historischen Auslegung der Art. 9, 12 ÜRL muss beachtet werden, dass Art. 9 ÜRL die am kontroversesten diskutierte Regelung der ÜRL war. Ohne die abschwächende Wirkung des Art. 12 ÜRL erwies sie sich als nicht mehrheitsfähig.¹⁰⁸⁰ Mit Art. 12 ÜRL sollte demnach die Möglichkeit eröffnet werden, von Art. 9 Abs. 2 ÜRL abweichende Regelungen erlassen zu können. Weitere Schlüsse über die Mindestanforderungen an solche abweichende Regelungen lassen sich aus der Entstehungsgeschichte allerdings nicht ziehen.¹⁰⁸¹

Auch aus der Systematik der Art. 9, 12 ÜRL lassen sich keine eindeutigen Aussagen über Mindestanforderungen an die Regelung von Verhaltenspflichten ableiten. Aus dem Optionsmodell ergibt sich lediglich, dass das *opt-in* für den Fall einer von Art. 9 Abs. 2 ÜRL abweichenden einzelstaatlichen Regelung zur Verfügung stehen soll, um Mitgliedstaaten die Beibehaltung gegenwärtiger Regelungen ermöglichen zu können und gleichzeitig ein Mindestmaß an Einheitlichkeit bei der Regulierung von Unternehmensübernahmen auf europäischer Ebene zu gewährleisten.¹⁰⁸²

Schließlich ist auf die Frage einzugehen, ob sich Kriterien für die Mindestanforderungen aus einer teleologischen Auslegung der Art. 9, 12 ÜRL ergeben. Nach Erwägungsgrund 22 ÜRL ist die, mit der Richtlinie verfolgte Zielsetzung, die Festlegung von Mindestvorgaben für die Abwicklung öffentlicher Übernahmeangebote und die Gewährleistung eines ausreichenden Schutzes für Wertpapierinhaber in der europäischen Gemeinschaft. Gemäß Erwägungsgrund 1 ÜRL soll aber auch der Schutz Dritter von den Regelungen umfasst sein. Als richtlinienkompatibel sind folglich solche Regelungen anzusehen, welche die Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane bei Handlungen, die den Erfolg eines Übernahmeangebots gefährden können, so einschränken, dass ein ausreichender Schutz von Aktionären und Dritten gewährleistet ist. Dies ist in Anbetracht des übernahmespezifischen Interessenskonflikts von Managern dann nicht gegeben, wenn keine spezielle übernahmerechtliche Regelung dafür sorgt, dass opportunistisches Verhalten un-

¹⁰⁸⁰ Vgl. *Kirchner/Painter* (2002), S.460; *Wiesner* (2004), S.343ff.

¹⁰⁸¹ Vgl. *Coppik* (2007), S.242.

¹⁰⁸² Vgl. *Coppik* (2007), S.243.

terbleibt. Allein die Möglichkeit des *opt-in* durch Hauptversammlungsbeschluss kann der Zielsetzung nicht gerecht werden, da nicht sichergestellt ist, dass bei einer solchen Entscheidung durch die Aktionäre die Interessen anderer Stakeholder ausreichend Berücksichtigung finden. Folglich bedarf es im Falle eines *opt-out* einer über die Möglichkeit des *opt-in* hinausgehende nationale Regelung, die ausreichend Schutz für die Aktionäre und Dritte im Sinne der Richtlinie gewährleistet.¹⁰⁸³

Nachdem Art. 3 Abs. 2 a ÜRL die in der Richtlinie enthaltenen Regelungen als Mindestanforderungen statuiert, erscheint der Schluss naheliegend, dass lediglich noch restriktivere Verhaltenspflichten als jene des Art. 9 ÜRL erlaubt sind. Nun wurde Art. 9 ÜRL aber ohne das Optionsmodell im europäischen Normgebungsprozess von vielen Staaten und insbesondere auch von Deutschland als zu streng und restriktiv angesehen.¹⁰⁸⁴ Das Optionsmodell sollte den Kritikern in diesem Punkt entgegenkommen. Vor diesem Hintergrund ist es abwegig zu folgern, mit dem *opt-out* wäre den Mitgliedstaaten lediglich die Möglichkeit gegeben, die Verhaltenspflichten in einer, im Vergleich zu Art. 9 ÜRL noch restriktiveren Weise zu regeln. Die in Art. 9 Abs. 2 ÜRL statuierten Pflichten kommen demnach entgegen Art. 3 Abs. 2 a ÜRL als Mindestanforderungen nicht in Betracht, wofür letztlich auch die Verpflichtung der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane gemäß Art. 3 Abs. 1 c ÜRL auf das Unternehmensinteresse spricht.¹⁰⁸⁵

Somit stellt sich die Frage, welche einzelstaatliche Regelung im Falle eines *opt-out* der Zielsetzung des Schutzes von Aktionären und anderen Stakeholdern noch genügt, um als Mindestanforderung dienen zu können. In diesem Zusammenhang wird diskutiert, dass es ausreichend sei, die Inhaltsbestimmung der Verhaltenspflichten auf die Satzungsebene der einzelnen Unternehmen zu delegieren, soweit die Interessen der Stakeholder durch eine Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse gewährleistet und die Interessen der Minderheitsaktionäre durch eine Beschlussfassung mit satzungsändernder Mehrheit gesichert sind. Die bloße Möglichkeit des *opt-in* nach Art. 12 Abs. 2 ÜRL werde diesen Anforderungen nicht gerecht.¹⁰⁸⁶ Jedoch hat auch das *opt-in* gemäß Art. 12 Abs. 2 Unterabs. 2 ÜRL mit satzungsändernder Mehrheit zu erfolgen. Daneben besteht nach Art. 3 Abs. 1 c ÜRL der Grundsatz, dass das Management bei öffentlichen Übernahmen

¹⁰⁸³ Vgl. *Coppik* (2007), S.243.

¹⁰⁸⁴ Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga/Schulz* (2003), Einl. Rn.15; *Kirchner/Painter* (2002), S.457.

¹⁰⁸⁵ Vgl. *Coppik* (2007), S.243f.

¹⁰⁸⁶ Vgl. *Coppik* (2007), S.244f.

angeboten dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist. Dieser Grundsatz ist bei der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht von den Mitgliedstaaten in jedem Fall zu berücksichtigen, weshalb auch ein bloßes *opt-in* den Zielsetzungen der Richtlinie entsprechen würde.

Die Auslegung der Art. 9, 12 ÜRL führt demnach zu dem Ergebnis, dass die Mindestanforderungen an die Umsetzung der Richtlinien sich in der Ermöglichung eines *opt-in* erschöpfen, solange gewährleistet ist, dass das nationale Recht nach dem Grundsatz des Art. 3 Abs. 1c ÜRL eine Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse vorsieht. Eine anderweitige Delegation der Regelungskompetenz auf die Satzungsebene der einzelnen Unternehmen ist daneben bei gleichzeitiger Umsetzung des Art. 3 Abs. 1c ÜRL ebenfalls möglich.

9.3.4.2 Die richtlinienkonformen Regelungsalternativen

Unter der Voraussetzung, dass das Management durch die Umsetzung des Art. 3 Abs. 1c ÜRL in ein nationales Übernahmegesetz dem Unternehmensinteresse verpflichtet wird, sind folgende Regelungsalternativen als richtlinienkonform anzusehen: die bloße Umsetzung der Möglichkeit zum *opt-in* mit ansonsten umfassenden Entscheidungskompetenzen des Vorstands, die modifizierte Business Judgment Rule, eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit autonomen Ausnahmen, eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht bei Zulässigkeit antizipierender Verteidigungsmaßnahmen, eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht bei Zulässigkeit konkreter durch die Aktionäre autorisierter Verteidigungsmaßnahmen sowie eine strikte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ohne Ausnahmen.¹⁰⁸⁷ Möglich ist auch, dass die Mitgliedstaaten Regelungen erlassen die sich aus unterschiedlichen richtlinienkonformen Regelungsalternativen zusammensetzen.

9.4 Die Änderungen der §§ 33 ff. WpÜG durch das ÜRL-Umsetzungsg

Bei der Umsetzung der Art. 9, 11 und 12 ÜRL mit dem ÜRL-Umsetzungsg in den §§ 33 ff. WpÜG hat der Gesetzgeber den durch die ÜRL eröffneten Spielraum zum *opt-out* in vollem Umfang ausgenutzt.¹⁰⁸⁸ So wurde die Anwendbarkeit sowohl der im Vergleich zu der nationalen Regelung strengeren europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach Art. 9 ÜRL als auch der Durchbrechungsregel für sonstige Übernahmehindernisse nach Art. 11 ÜRL sowie der Reziprozi-

¹⁰⁸⁷ Vgl. zu den einzelnen Regelungsalternative bereits Gliederungspunkt 5.2.

¹⁰⁸⁸ Vgl. zu den ÜRL-Umsetzungsg *Diekmann* (2007), S.17ff.; *Hilmer* (2007); *Knott* (2006), S.849ff.; *Merkt/Binder* (2006), S.1285ff.; *Schanz* (2007), S.927ff.; *Schüppen* (2006), S.165ff.; *Seibt/Heiser* (2005), S.200ff.; *Seibt/Heiser* (2006), S.301ff.

tätsregelung in Art. 12 ÜRL nicht gesetzlich vorgeschrieben, sondern allein der Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung übertragen. Während diese Bestimmungen in den §§ 33 a bis 33 c WpÜG umgesetzt wurden, ist § 33 WpÜG in seiner bisherigen Form bestehen geblieben, mit der Ausnahme, dass der alte § 33 Abs. 3 WpÜG in der neuen Bestimmung des § 33 d WpÜG aufgegangen ist. Mit den in §§ 33 a und 33 b WpÜG geregelten Möglichkeiten zum *opt-in* haben die, dem WpÜG unterfallenden Zielunternehmen die Wahl zwischen der herkömmlichen und als *default* vorgesehenen Regelung des § 33 WpÜG und dem durch die ÜRL vorgesehenen Regimen.¹⁰⁸⁹ Die Wahl muss gemäß § 33 a Abs. 1 bzw. § 33 b Abs. 1 WpÜG jeweils durch Satzungsänderung ausgeübt werden und unterliegt somit den allgemeinen Anforderungen an Satzungsänderungen nach den §§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 179 ff. AktG. Die Ausübung der Reziprozitätsregel aus Art. 3 Abs. 3 und 5 ÜRL beruht dagegen gemäß § 33 c WpÜG auf einem einfachen Beschluss der Hauptversammlung.

9.5 Die Einordnung der §§ 33 und 33a WpÜG in das Spektrum richtlinienkompatibler Regelungen

Die Vorschriften des § 33 a WpÜG als auch des § 33 WpÜG zu der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht setzen sich jeweils aus unterschiedlichen Elementen der richtlinienkompatiblen Regelungsalternativen zusammen.¹⁰⁹⁰ § 33 a WpÜG statuiert eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht deren einzige autonome Ausnahme im alleinigen Vorstandsermessen die Suche nach einem konkurrierenden Angebot ist, § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG. Darüberhinaus sind nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG von der Hauptversammlung konkret autorisierte Ausnahmen zulässig, soweit die Ermächtigung nach Abgabe des betroffenen Angebots erfolgt.

Auch § 33 WpÜG statuiert in Abs. 1 S. 1 WpÜG eine grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands. Diese Pflicht ist jedoch im Vergleich zu § 33 a WpÜG mit weitergreifenderen Ausnahmen versehen. Als einzige autonome Ausnahme ist auch nach § 33 WpÜG allein die Suche nach einem Konkurrenzangebot zulässig, § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG. Die Möglichkeit zu autorisierten Ausnahmen von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht besteht durch den Aufsichtsrat nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG. Aber auch die Hauptversammlung kann nach Angebotsveröffentlichung den Vorstand zu der Vornahme konkreter Verteidigungsmaßnahmen autorisieren.¹⁰⁹¹ Schließlich sind nach § 33 Abs. 2 WpÜG auch

¹⁰⁸⁹ Vgl. Merkt/Binder (2006), S.1288.

¹⁰⁹⁰ Vgl. Coppik (2007), S.247.

¹⁰⁹¹ Vgl. KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.90.

antizipierende Verteidigungsmaßnahmen durch Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung möglich.

Sowohl § 33 WpÜG als auch § 33 a WpÜG erlauben es dem Vorstand Handlungen vorzunehmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist (§ 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG) bzw. die innerhalb des normalen Geschäftsbetriebes liegen (§ 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 WpÜG). Diese Vorschriften beschreiben jedoch weniger eine Ausnahme von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, sondern haben vielmehr klarstellenden Charakter und dienen dem Behinderungsverbot des § 3 Abs. 4 WpÜG.¹⁰⁹² In gleicher Weise muss auch § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 3 WpÜG gedeutet werden, der Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebes zulässt, sofern sie der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst und teilweise umgesetzt wurden.

10 Wirkungsanalyse von § 33 und § 33 a WpÜG

Nachfolgend werden § 33 und § 33 a WpÜG einer isolierten Wirkungsanalyse unterzogen und im Hinblick auf die herausgearbeiteten juristischen und ökonomischen Regelungsprobleme bewertet. Diesen Schritten geht jeweils eine Darstellung der Funktionsweise der Vorschriften voran. Im Anschluss wird untersucht, welchen Einfluss flankierende und ergänzende, dem Übernahmerecht zuzuordnende Regelungen auf die Bewertung von § 33 und § 33 a WpÜG haben, und inwieweit sie geeignet sind, Defizite im Zusammenhang mit den Regelungsproblemen zu beheben. Unter Berücksichtigung der damit gewonnenen Ergebnisse kann dann eine abschließende Beurteilung der nationalen Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements bei öffentlichen Übernahmeangeboten erfolgen.

10.1 Grundlegende Ausführungen zu § 33 und § 33 a WpÜG

10.1.1 § 33 WpÜG

Die Regelungen des § 33 WpÜG, die der Gesetzgeber nach der Umsetzung der ÜRL durch das *opt-out* als Grundsatz beibehalten hat, sehen eine grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit autonomen, autorisierten und antizipierenden Ausnahmen vor. Nachfolgend wird zunächst die Funktionsweise des § 33

¹⁰⁹² Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.44.

WpÜG dargestellt, um die Vorschrift anschließend einer Wirkungsanalyse unterziehen zu können.

10.1.1.1 Funktionsweise

10.1.1.1.1 Grundsatz: Neutralitäts- und Stillhaltepflicht

Gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG darf der Vorstand des Zielunternehmens nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots bis zur Veröffentlichung des Angebotsergebnisses nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Für die Beurteilung von Maßnahmen im Hinblick auf ihre Zulässigkeit nach § 33 Abs. 1 WpÜG ist folglich darauf abzustellen, ob die Handlung objektiv geeignet ist, den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern. Auf die Vereitelungsabsicht soll es indes nicht ankommen. Auch beschränkt sich die Pflicht nicht allein auf abwehrwirksame Maßnahmen, sondern greift auch dann, wenn bei Ergreifen der Maßnahme noch nicht absehbar ist, ob der Bieter sein Angebot infolgedessen zurückziehen wird oder nicht.¹⁰⁹³ § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG erwähnt nur solche Maßnahmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Der herrschenden Meinung zufolge sollen jedoch auch bloße Erschwernisse, die den Angebotserfolg lediglich behindern, von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht erfasst sein.¹⁰⁹⁴ Für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter eines Unternehmens, das nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, gilt die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nicht, § 33 Abs. 1 S.2 Alt. 1 WpÜG. Mit dieser Regelung soll verhindert werden, dass das Unternehmen durch den Übernahmekampf in seiner Handlungsfähigkeit eingeschränkt oder gar gelähmt wird. Dem Vorstand ist daher die Fortführung des Tagesgeschäftes und die Verfolgung bereits eingeschlagener Unternehmensstrategien gestattet, selbst wenn dies den Erfolg des Übernahmeangebots gefährdet oder vereitelt.¹⁰⁹⁵ Die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht richtet sich nur an den Vorstand. Zu einer analogen Anwendung der Vorschrift auf den Aufsichtsrat soll es allerdings dann kommen, wenn dieser Kraft eigener Geschäftsführungskompetenz Verteidigungsmaßnahmen für das Zielunternehmen durchführt.¹⁰⁹⁶ Indem die

¹⁰⁹³ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 33 S.57; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.19f.; Winter/Harbarth (2002), S.3f.

¹⁰⁹⁴ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.23.

¹⁰⁹⁵ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 33 S.58; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.44; Winter/Harbarth (2002), S.5.

¹⁰⁹⁶ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.24; Haarmann/Schüppen-Röh (2008), § 33 Rn.34 und 96 m.w.N.

Neutralitäts- und Stillhaltepflicht erst mit Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots greift, sind präventive Verteidigungsmaßnahmen grundsätzlich erlaubt, soweit die unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen - insbesondere notwendige Hauptversammlungsbeschlüsse - vorliegen.¹⁰⁹⁷

10.1.1.1.2 Ausnahmen

Für die Ausnahmetatbestände gilt allgemein, dass § 33 WpÜG im Hinblick auf die Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse nach § 3 Abs. 3 WpÜG eine Spezialregelung darstellt. Die Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse bleibt jedoch im Rahmen der Ausnahmen des § 33 WpÜG insofern bestehen, als der Aufsichtsrat den Vorstand von seiner Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nur dann nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG befreien und der Vorstand Ausnahmen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 und 2 WpÜG, sowie Ermächtigungen der Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 nur dann nutzen darf, wenn dies im Unternehmensinteresse geschieht.¹⁰⁹⁸

10.1.1.1.2.1 Die Suche nach Konkurrenzangeboten, § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG

Gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 Alt. 2 WpÜG gilt die Suche nach einem konkurrierenden Angebot nicht als Verstoß gegen die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht. Grundgedanke hinter der Ausnahme ist die Förderungswürdigkeit von Auktionen im Interesse der Aktionäre des Zielunternehmens, die von hierdurch ausgelösten Preiserhöhungen profitieren können.¹⁰⁹⁹ In der Suche nach einem konkurrierenden Übernahmeangebot wird eine wesentliche Aufgabe des Vorstands des Zielunternehmens während des Angebotsverfahrens gesehen; eine dahingehende Verpflichtung des Vorstands kann indes nicht angenommen werden. Insofern bleibt es bei dem, am Unternehmensinteresse auszurichtenden Ermessensspielraum des Vorstands.¹¹⁰⁰

Hinsichtlich des Umfangs der Pflichten des Vorstands bei der Suche nach einem konkurrierenden Angebot stellt sich auch die Frage, inwieweit der Vorstand be-

¹⁰⁹⁷ Vgl. *Mühle* (2002), S.286.

¹⁰⁹⁸ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 3 Rn.29; *Fleischer/Kalss* (2002), S.75; hierzu bereits Gliederungspunkt 9.2.3.3.

¹⁰⁹⁹ Vgl. *Merkt* (2001), S.239; *Mühle* (2002), S.2 (1990); *Winter/Harbarth* (2002), S.4; grundlegend *Jarrell/Brickley/Netter* (1988), S.31.

¹¹⁰⁰ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Röh* (2008), § 33 Rn.76; *Mühle* (2002), S.2 (1990).

rechtigt ist, eigenmächtig möglichen konkurrierenden Bietern Einblicke in das Unternehmen im Wege einer Due Diligence zu verschaffen. Zum Teil wird vertreten, diese Frage sei im Sinne eines Grundsatzes der Bietergleichbehandlung zu verneinen.¹¹⁰¹ Maßgebend für die Beantwortung der Frage ist jedoch, dass der Vorstand bei der Entscheidung darüber, welchem Bieter in welchem Umfang Informationen zu dem Unternehmen zur Verfügung gestellt werden, an das Unternehmensinteresse gebunden ist. Zwar kann die Gleichbehandlung der Bieter der Schaffung gleichberechtigter Auktionsbedingungen dienen, was den Aktionären des Zielunternehmens zugute kommt. Doch ist der Vorstand auch den Interessen anderer Stakeholder verpflichtet. Das WpÜG befreit den Vorstand nicht von seiner unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Verpflichtung und die Gestattung der Due Diligence ist folglich vom Ergebnis der Abwägung der Chancen und Risiken für das Unternehmen als ganzes abhängig zu machen.¹¹⁰² Wenn also gute Gründe im Unternehmensinteresse für die einseitige Privilegierung eines konkurrierenden Bieters durch die Due Diligence sprechen, muss dies auch zulässig sein.¹¹⁰³ Gleiches sollte im Rahmen der Kapitalerhaltungsgrundsätze der §§ 57 ff. 71 ff. AktG auch für die Gestattung von Sondervorteilen wie beispielsweise Darlehen, Kreditsicherheiten, Bürgschaften oder Verlustübernahmepflichten für den Erwerb des Zielunternehmens gelten.¹¹⁰⁴

10.1.1.1.2.2 Vom Aufsichtsrat autorisierte Verteidigungsmaßnahmen, § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG

§ 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ermächtigt den Vorstand während des Übernahmeverfahrens zur Vornahme solcher Handlungen, denen der Aufsichtsrat des Zielunternehmens zugestimmt hat. Der Zustimmungsbeschluss unterliegt grundsätzlich den allgemeinen Regeln des § 108 AktG.¹¹⁰⁵ Ausreichend für die Beschlussfassung ist demnach die Mehrheit der abgegebenen Stimmen (einfache Mehrheit).¹¹⁰⁶ Die Ermächtigung des Aufsichtsrats gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ist unternehmerische Ermessensentscheidung nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG, bei der der

¹¹⁰¹ Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.54; *Haarmann/Schüppen-Röh* (2008), § 33 Rn.77.

¹¹⁰² Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause* (2005), § 22 Rn.99.

¹¹⁰³ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.171; *Hopt* (2000), S.1396; *KöKoWpÜG-Hirte*, § 33 Rn.77; *Meier-Reimer* (2001), S.264f.

¹¹⁰⁴ Vgl. kritisch *Mühle* (2002), S.2 (1990)f.

¹¹⁰⁵ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Röh* (2008), § 33 Rn.98.

¹¹⁰⁶ Vgl. *Hüffer* (2008), § 108 Rn.6.

Aufsichtsrat dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist.¹¹⁰⁷ Die Zustimmung des Aufsichtsrats muss im Vorhinein erfolgen; eine nachträgliche Genehmigung ist nicht ausreichend. Auch muss die Ermächtigung des Aufsichtsrats konkrete Maßnahmen oder einen Katalog mehrerer konkreter Maßnahmen zum Gegenstand haben. Generalermächtigungen sowie an Bedingungen geknüpfte Pauschalermächtigungen sind indes unzulässig.¹¹⁰⁸

Der Ermächtigungsumfang beschränkt sich allerdings auf Aktivitäten, die nach dem AktG Gegenstand der Geschäftsführung sind. Umfasst sind davon im Wesentlichen Verteidigungsmaßnahmen vermögensverwaltender Art. Maßnahmen, die nach allgemeinen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen, wie insbesondere solche kapitaländernder Art, verbleiben weiterhin in deren Zuständigkeit. Mit der Aufsichtsratsermächtigung kann auch nicht die, dem Vorstand von der Hauptversammlung verliehene Ausübungskompetenz, etwa mit der Folge, dass jener ein ihm zu Finanzierungszwecken genehmigtes Kapital zu Abwehrzwecken einsetzen könnte, erweitert werden.¹¹⁰⁹ Hinsichtlich des Ermächtigungsumfangs ist es noch einmal wichtig hervorzuheben, dass eine Aufsichtsratsermächtigung den Vorstand nicht von den unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Erfordernissen und dessen Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse befreit. Maßnahmen, die damit nicht im Einklang stehen, werden durch die Zustimmung des Aufsichtsrats nicht zulässig.¹¹¹⁰

10.1.1.1.2.3 Vorratsbeschlüsse, § 33 Abs. 2 WpÜG

§ 33 Abs. 2 WpÜG ermöglicht es der Hauptversammlung, den Vorstand im Vorfeld eines konkreten Übernahmeangebots zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu ermächtigen, wenn das Unternehmen durch die Abgabe eines Übernahmeangebots zum Zielunternehmen wird. Umfasst von dieser Ausnahme sind solche Maßnahmen, die nach den einschlägigen aktienrechtlichen Vorschriften in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen und auf die Verwaltung delegiert werden können.¹¹¹¹ Zu Vorratsbeschlüssen über Fragen, die die Geschäftsführungskompetenz der Hauptversammlung betreffen, ist die Hauptversammlung nur

¹¹⁰⁷ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.177.

¹¹⁰⁸ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.179f.

¹¹⁰⁹ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.57.

¹¹¹⁰ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.177.

¹¹¹¹ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.207; KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.97; Nussbaum (2003), S.141ff.

dann berechtigt, wenn der Vorstand die Frage gemäß § 119 Abs. 2 AktG vorlegt oder die Hauptversammlung nach den Holzmüller/Gelatine-Grundsätzen zuständig ist.¹¹¹² Grundsätzlich ist der Vorstand nicht zur Ausnutzung der Ermächtigung aus Vorratsbeschlüssen verpflichtet.¹¹¹³ Vielmehr entscheidet der Vorstand über den Gebrauch der Ermächtigung nach pflichtgemäßem Ermessen und hat sich bei seiner Ermessensentscheidung vom Unternehmensinteresse leiten zu lassen.¹¹¹⁴

Die Besonderheiten der Vorratsbeschlüsse, zu denen der Gesetzgeber zutreffend ausführt, sie entziehen den Aktionären unter Umständen die Entscheidungsfreiheit über Annahme oder Ablehnung bei einem künftigen Übernahmeangebot, ohne, dass zum Zeitpunkt der Beschlussfassung die konkreten Umstände des Angebots bekannt sind,¹¹¹⁵ hat dazu geführt, dass das WpÜG besondere Anforderungen an die Rechtmäßigkeit solcher Beschlüsse stellt.¹¹¹⁶ So bedürfen Vorratsbeschlüsse einer qualifizierten Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, es sein denn, die Satzung bestimmt eine größere Kapitalmehrheit und/oder weitere Erfordernisse, § 33 Abs. 2 S. 3 WpÜG. Auch müssen die Abwehrmaßnahmen, zu welchen der Vorstand ermächtigt wird, ihrer Art nach im Ermächtigungsbeschluss bestimmt werden, § 33 Abs. 2 S. 1 WpÜG. Diese Vorschrift soll verhindern, dass der Vorstand pauschal von seiner Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG entbunden wird.¹¹¹⁷ Andererseits soll potentiellen Bietern auch nicht zu unerwünschten Einblicken in die Abwehrstrategie des Zielunternehmens verholfen werden. Deshalb bezieht sich die Anforderung nicht auf die Beschreibung der Art der Verteidigungsmaßnahmen, da sich diese ohnehin aus den aktienrechtlichen Vorgaben ergibt.¹¹¹⁸ Es darf dem Vorstand jedoch keine Blankettermächtigung erteilt werden, und die Ermächtigungsbeschlüsse müssen sich auf bestimmte Verteidigungsanlässe festlegen.¹¹¹⁹ Der Beschluss muss ausdrücklich gestatten, dass zum Zwecke der Abwehr eines Übernahmeangebots von der Ermächtigung Gebrauch gemacht werden darf. Die bloße Geeignetheit der von dem Beschluss umfassten Maßnahmen zur Übernah-

¹¹¹² Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.207.

¹¹¹³ Vgl. KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.114.

¹¹¹⁴ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.236; a.A. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.86.

¹¹¹⁵ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 33 S.58.

¹¹¹⁶ Vgl. Mühle (2002), S.2 (1992).

¹¹¹⁷ Vgl. Begr. GesE WpÜG, § 33 S.58.

¹¹¹⁸ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.216; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.82.

¹¹¹⁹ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.82; KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.118.

meabwehr ist nicht ausreichend.¹¹²⁰ Gemäß § 33 Abs. 2 S. 2 WpÜG darf die Ermächtigung für maximal 18 Monate erteilt werden. Der Gebrauch der Vorratsermächtigung bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrats. Bevor die Zustimmung erteilt ist, darf der Vorstand nicht handeln, selbst wenn der Aufsichtsrat später genehmigt.¹¹²¹ Teilweise wird jedoch vertreten, dass eine nachträgliche Zustimmung in Ausnahmefällen, wie beispielsweise bei Eilbedürftigkeit, zulässig ist.¹¹²²

10.1.1.1.2.4 Ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung

Die Möglichkeit, dass der Vorstand während eines laufenden Übernahmeverfahrens von der Hauptversammlung die Ermächtigung zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen erteilt bekommt, ist im WpÜG nicht ausdrücklich geregelt. Die Zulässigkeit solcher ad-hoc Ermächtigungsbeschlüsse der Hauptversammlung steht jedoch nicht in Zweifel und ergibt sich implizit aus den Fristenregelungen des § 16 Abs. 4 WpÜG. Auch auf EU-Ebene war die Zulässigkeit von ad-hoc Beschlüssen niemals umstritten.¹¹²³

Für ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung kann ein Bedürfnis bestehen, wenn eine geplante Verteidigungsmaßnahme außerhalb der übernahmespezifischen Grenzen des Leitungsermessens des Vorstands liegt, oder nicht von der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands gedeckt ist und der Aufsichtsrat ihn deshalb zu der Maßnahme nicht ermächtigen kann. Aber auch ohne die Notwendigkeit, zum Ergreifen bestimmter Verteidigungsmaßnahmen ermächtigt zu werden, kann der Vorstand ein Interesse an der Befassung der Hauptversammlung haben, wenn er eine Verteidigungsmaßnahme aus politischen Gründen nur mit Zustimmung und dem Rückhalt der Aktionäre vornehmen oder eine mögliche persönliche Haftung nach § 93 Abs. 3 S. 1 AktG ausschließen will.¹¹²⁴ Besonders interessant kann die Einschaltung der Hauptversammlung in diesem Zusammenhang deshalb sein, weil die Hauptversammlung nicht an das Unternehmensinteresse gebunden ist.¹¹²⁵

¹¹²⁰ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.219.

¹¹²¹ Vgl. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga (2003), § 33 Rn.84; Haarmann/Schüppen-Röh (2008), § 33 Rn.117.

¹¹²² Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.239; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer (2007), § 33 Rn.39.

¹¹²³ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.187; KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.89; Haarmann/Schüppen-Röh (2008), § 33 Rn.107; Winter/Harbarth (2002), S.13.

¹¹²⁴ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.189; Haarmann/Schüppen-Röh (2008), § 33 Rn.108; KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.88; Nussbaum (2003), S.187.

¹¹²⁵ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.189.

Inhaltlich kann die Abwehrhauptversammlung den Vorstand zu allen Maßnahmen ermächtigen, die zur Verhinderung des Erfolges des Übernahmeangebots geeignet sind. Voraussetzung ist dabei, dass die entsprechenden Abwehrmaßnahmen konkret bezeichnet werden. In Betracht kommt auch ein Feststellungsbeschluss der Hauptversammlung, dass das Angebot nicht im Interesse des Zielunternehmens liegt, die Interessen der Aktionäre nicht angemessen berücksichtigt oder die Abhängigkeitsbegründung des Unternehmens unerwünscht ist. Ein solcher Feststellungsbeschluss kann mit der Weisung an den Vorstand verbunden werden, Maßnahmen zu seiner Umsetzung zu ergreifen.¹¹²⁶ Für die Ausnutzung eines ad-hoc Beschlusses gelten die allgemeinen aktienrechtlichen Vorschriften.¹¹²⁷ Betrifft der Beschluss einen Sachverhalt, der in die aktienrechtliche Zuständigkeit der Hauptversammlung fällt, so ist der Vorstand in jedem Fall zu dessen Umsetzung verpflichtet. Aber Beschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG binden den Vorstand, soweit sich die Hauptversammlung in ihrem Beschluss nicht auf eine bloße Empfehlung beschränkt.¹¹²⁸ Macht der Vorstand von der ad-hoc Ermächtigung Gebrauch, unterliegt er nicht dem der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Eine übernahmerechtliche Pflicht, die Zustimmung des Aufsichtsrats zu der geplanten Maßnahme einzuholen besteht nicht.¹¹²⁹

Die Beschlüsse der Abwehrhauptversammlung über Verteidigungsmaßnahmen bedürfen grundsätzlich der einfachen Stimmmehrheit, soweit das Aktiengesetz oder die Satzung für die Maßnahme, zu der die Ermächtigung erfolgen soll, eine größere Mehrheit oder weitere Erfordernisse bestimmen. Das qualifizierte Mehrheitserfordernis des § 33 Abs. 2 S. 3 WpÜG findet weder direkte noch analoge Anwendung.¹¹³⁰ Durch § 16 Abs. 4 WpÜG wird die Einberufung und die Abhaltung der Abwehrhauptversammlung erleichtert. Die Einberufungsfrist kann gemäß § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG bis auf zwei Wochen verkürzt werden. Darüberhinaus ist der Ort der Hauptversammlung frei wählbar, § 16 Abs. 4 S. 2 WpÜG und die Anmeldungs- und Hinterlegungsfristen sowie die Frist für die Mitteilung der Einberufung und Bekanntgabe der Hauptversammlung sind auf vier Tage verkürzt, § 16 Abs. 4 S. 3 WpÜG. Darüberhinausgehende Erleichterungen in Bezug auf die Zusendung von Mitteilungen und Gegenanträgen enthält § 16 Abs. 4 S. 6 WpÜG.

¹¹²⁶ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.191; *KöKoWpÜG-Hirte*, § 33 Rn.90.

¹¹²⁷ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Röh* (2008), § 33 Rn.108.

¹¹²⁸ Vgl. *Hüffer* (2008), § 119 Rn.15.

¹¹²⁹ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.199; *Nussbaum* (2003), S.186.

¹¹³⁰ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.196.

10.1.1.1.3 Rechtsfolgen bei Verstößen

Wer vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG eine dort genannte Handlung vornimmt, handelt ordnungswidrig, § 60 Abs. 1 Nr. 8 WpÜG, und kann von der BaFin, als gemäß § 61 WpÜG zuständige Verwaltungsbehörde, mit einer Geldbuße bis zu einer Millionen Euro belegt werden, § 60 Abs. 3 WpÜG. Darüberhinaus hat der Gesetzgeber die Rechtsfolgen von Verstößen sowie den Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Vorschriften des § 33 WpÜG nicht gesondert ausgestaltet; diesbezüglich gelten die allgemeinen Regelungen. So können sich Vorstand und Aufsichtsrat nach §§ 96, 116 AktG schadenersatzpflichtig machen, wenn sie gegen die Vorgaben des § 33 WpÜG verstoßen.¹¹³¹ Da die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht jedoch nicht unter § 134 BGB fällt, ist die Wirksamkeit rechtsgeschäftlicher Verteidigungsmaßnahmen von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG grundsätzlich nicht tangiert.¹¹³² Eine auf Unterlassung gerichtete Aktionärsklage gegen die Aktiengesellschaft ist zuzulassen, wenn die Missachtung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht mit einem Eingriff in das mitgliedschaftliche Mitbestimmungsrecht der Aktionäre einhergeht.¹¹³³ Eine vorbeugende Unterlassungsklage des Bieters kommt unter diesen Voraussetzungen nur dann infrage, wenn er an dem Zielunternehmen beteiligt ist.¹¹³⁴ Sofern angenommen wird, dass, bei einer kapitalmarktrechtlichen Interpretation Aktionäre und Bieter in den Schutzbereich des § 33 WpÜG fallen, wären bei fahrlässigen Verstößen Schadensersatzansprüche gegen die Vorstandsmitglieder bzw. das Unternehmen vorstellbar. Ob § 33 WpÜG als Schutzgesetz gelten soll, ist indes umstritten.¹¹³⁵

10.1.1.2 Wirkungsanalyse

Bei der nachfolgenden Wirkungsanalyse geht es nicht darum, die Zielrichtung des § 33 WpÜG zu beurteilen, sondern um die Untersuchung der tatsächlichen Wirkung der infrage stehenden Regelungen. Dabei wird auf den positiven Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts und das Verhaltensmodell der Neuen Institutionenökonomik zurückgegriffen.¹¹³⁶ Da die Neutralitäts- und

¹¹³¹ Vgl. *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), § 33 Rn.55.

¹¹³² Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.35.

¹¹³³ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.305; *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.41.

¹¹³⁴ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.307; *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.42.

¹¹³⁵ Ablehnend *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.312f., 316 und 321; *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), § 33 Rn.59; bejahend *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.37 und 40.

¹¹³⁶ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.

Stillhaltepflicht des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG erst über die, in § 33 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 WpÜG enthaltenen Regelungen, sowie die Möglichkeit zur ad-hoc Beschlussfassung, ihre konkrete Ausprägung erfährt, erfolgt die nachstehende Untersuchung anhand dieser Regelungen.

10.1.1.2.1 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG

Nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG sind dem Vorstand solche Handlungen im Rahmen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht gestattet, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer eines Unternehmens, das nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte. Die Vorschrift verschafft dem Vorstand in gewissem Umfang Spielraum, seiner Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse nach § 3 Abs. 3 WpÜG nachzukommen, und die Behinderung des Unternehmens während des Übernahmeangebots i.S.d. § 3 Abs. 4 WpÜG möglichst gering zu halten. Zulässig sind zunächst solche Maßnahmen des Tagesgeschäftes, die sich nach Art und Umfang in Rahmen dessen halten, wie der Geschäftsbetrieb vor dem Übernahmeangebot geführt wurde.¹¹³⁷ Auch Maßnahmen mit außergewöhnlichem Charakter sollen zulässig sein, wenn sie im Rahmen der bereits vor Bekanntwerden des Angebots eingeschlagenen Unternehmensstrategie liegen.¹¹³⁸ Allerdings sind strenge Anforderungen an die Dokumentation und Konkretisierung dieser Unternehmensstrategie zu stellen.¹¹³⁹

Der Maßstab der Vorschrift setzt hinsichtlich des Tagesgeschäftes an einer hypothetischen Situation an, zu der das *final period* Problem durch das Übernahmeangebot noch nicht bestand, und der Vorstand dem übernahmespezifischen Interessenskonflikt noch nicht ausgesetzt war. Damit ist der Vorstand dazu angehalten, bei seiner Entscheidung über das Ergreifen von Maßnahmen im Rahmen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, sein übernahmebedingtes Eigeninteresse auszublenzen. Ergreift der Vorstand im Rahmen einer bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie Maßnahmen, die geeignet sind, den Übernahmeerfolg zu vereiteln, so muss er nachweisen, dass die entsprechende Strategie bereits vor dem Angebot ausreichend verfestigt war. Da im Rahmen dieses Handlungsspielraumes die allgemeine, durch das WpÜG explizit statuierte Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse, fort gilt und sich die Sanktionen, abgesehen von den Ordnungswidrigkeitsregelungen des § 60 WpÜG, nach den allgemeinen Vorschriften richten, bleibt die Gefahr des Versagens der herkömmlichen verbandsrechtlichen

¹¹³⁷ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 33 Rn.147.

¹¹³⁸ Vgl. Winter/Harbarth (2002), S.6.

¹¹³⁹ Vgl. Hopt (2002a), S.426; Winter/Harbarth (2002), S.7; für weniger strenge Anforderungen KöKoWpÜG-Hirte, § 33 Rn.70.

Kontrollmechanismen bestehen. Für, durch das Angebot motiviertes, ex-post opportunistisches Verhalten des Vorstands, bleibt im Rahmen des weiten Beurteilungs- und Entschließungsermessens nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG, das in Ermangelung rechtlicher Beurteilungsmaßstäbe nur in engen Grenzen überprüfbar ist,¹¹⁴⁰ damit nachwievor Raum.

Auf der anderen Seite macht es das Abstellen auf die hypothetische Situation des Unternehmens vor dem Übernahmeangebot dem Vorstand, der gewillt ist, im Unternehmensinteresse zu handeln, unmöglich, den Handlungsrahmen zu nutzen, der sich dem Unternehmen durch die, mit dem Übernahmeangebot geschaffene Informationsgrundlage bietet.¹¹⁴¹ Das bedeutet, dass der Vorstand die Unternehmensstrategie nicht entsprechend der neuen Informationslagen anpassen kann, auch wenn dies dem Unternehmen zum Vorteil gereichen würde. Ebenfalls ausgeklammert von § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG ist der Spezialfall, dass dem Unternehmen durch das Übernahmeangebot ein schwerwiegender Nachteil droht, dem nur mit außerordentlichen Maßnahmen begegnet werden kann.

§ 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG schafft damit einen gewissen Handlungsspielraum für den Vorstand, der zur Wahrung des Unternehmensinteresses geboten ist, in dessen Grenzen jedoch die Gefahr ex-post opportunistischen Verhaltens bestehen bleibt. Ausgegrenzt werden aber solche Maßnahmen im Unternehmensinteresse, die aufgrund der durch das Übernahmeangebot neu geschaffenen Informationsgrundlage vom Vorstand zu ergreifen wären. Wegen der notwendigerweise allgemein und unklar gehaltenen Formulierung der Vorschrift, ist zu erwarten, dass angesichts der drohenden Sanktionen, der Anreiz der Mitglieder des Vorstands gering sein wird, Maßnahmen, insbesondere solche von außergewöhnlichem Charakter, allein auf den Tatbestand des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG zu stützen. Dies kann wiederum zu einer unangemessenen Behinderung des Zielunternehmens führen.¹¹⁴²

10.1.1.2.2 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG

Die gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG zulässige Suche nach konkurrierenden Angeboten wirkt sich positiv sowohl auf die Effizienz des Kapitalmarkts als auch auf das Unternehmensinteresse aus.¹¹⁴³

¹¹⁴⁰ Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.47.

¹¹⁴¹ Vgl. hierzu auch *Kirchner* (2002), S.58.

¹¹⁴² Vgl. in ähnlichem Zusammenhang *Kirchner* (1999), S.487.

¹¹⁴³ Vgl. ausführlich zu der nachfolgenden Darstellung Gliederungspunkt 7.1.2.1.1.1.

Können mehrere Bieter dazu bewegt werden, konkurrierende Angebote auf das Zielunternehmen abzugeben, so führt das unmittelbar zu einem Bieterwettbewerb und es wird eine auktionsähnliche Übernahmesituation geschaffen. Hierdurch können sich die Bieter veranlasst sehen, die Übernahmeprämie zu erhöhen. Gleichzeitig wird der Marktmechanismus gestärkt, indem die Erhöhung der Übernahmeprämie dafür sorgt, dass eine Übernahme nicht durch die Unterbewertung der Aktien des Zielunternehmens an der Börse oder Ausbeutungsabsichten motiviert ist. Infolge des Wettbewerbs um die Unternehmenskontrolle ist zu erwarten, dass die in dem Unternehmen gebundenen Ressourcen dem Auktionsteilnehmer zufließen, der sie der effizientesten Verwendung zuführt. Dies ist im Unternehmensinteresse und kommt allen am Unternehmen beteiligten Akteuren zugute. Kann neben konkurrierenden Unternehmen ein Kapitalinvestor zur Abgabe eines Übernahmeangebots bewegt werden und erlangt dieser die Unternehmenskontrolle, so hat das zudem den vorteilhaften Effekt, dass einer unerwünschten Marktkonzentration entgegengewirkt wird.

Inwieweit die Mitglieder des Vorstands von der Ausnahme Gebrauch machen werden, wird letztlich auch von dessen Eigeninteresse bestimmt sein. Scheint eine Übernahme unausweichlich, so wird der Vorstand ein Interesse daran haben, einen Bieter zu finden, durch dessen Übernahme er die geringsten Nachteile zu erwarten hat. Ein Rückgriff auf den Ausnahmetatbestand ist dann durchaus wahrscheinlich. Besteht jedoch noch Aussicht darauf, das Übernahmeangebot zu vereiteln, so besteht die Gefahr, dass der Vorstand, für den Fall, dass er kein Eigeninteresse an der Übernahme hat, darum bemüht sein wird, sich von dem Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung zur Abwehr des Angebots ermächtigen zu lassen, ohne sich gleichzeitig um ein konkurrierendes Angebot zu bemühen. Im Zusammenhang mit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot muss schließlich beachtet werden, dass diese in der Regel eines gewissen zeitlichen und finanziellen Aufwandes bedarf. Eine erfolgreiche Suche ist insbesondere dann wahrscheinlich, wenn der Vorstand bereits im Vorfeld mit anderen potentiellen Bietern in Verhandlungen getreten ist.

10.1.1.2.3 § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG

Gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ist dem Vorstand die Vornahme solcher Verteidigungsmaßnahmen erlaubt, zu denen er von dem Aufsichtsrat ermächtigt wurde. Der Ermächtigungsumfang beschränkt sich allerdings auf Aktivitäten, die nach dem AktG Gegenstand der Geschäftsführung sind, also nicht nach allgemeinen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen. Aufsichtsratsbeschlüsse bieten den Vorteil, dass sie weniger organisatorischem und zeitlichem Aufwand bedürfen als solche der Hauptversammlung, und zudem nicht mit dem Problem der kollektiven Entscheidung behaftet sind. Da der Aufsichtsrat auch dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist, scheint die Möglichkeit der Aufsichtsratsermächtigung auch die Fortgeltung unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Wertungen im

Kapitalmarktrecht zu fördern und eine ausgewogene Wahrung der Stakeholder zu gewährleisten. Auf den ersten Blick scheint § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG damit einen Weg zu bieten, trotz der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands zügig, informiert und situationsbezogen auf Übernahmeangebote reagieren zu können und dabei gleichzeitig das Unternehmensinteresse zu wahren. Diese Vermutung hält jedoch einer genaueren Betrachtung nicht Stand.¹¹⁴⁴

Der Aufsichtsrat von Publikumsgesellschaften ist nach MitbestG 1976 regelmäßig jeweils zur Hälfte mit Aktionärs- und Arbeitnehmervertretern besetzt. Aktionärs- und Arbeitnehmerinteressen können insbesondere angesichts eines Übernahmeangebots stark divergieren.¹¹⁴⁵ Diese Interessendivergenzen führen zu Problemen bei der Entscheidungsfindung im Aufsichtsrat und wegen der paritätischen Verteilung der Sitze im Aufsichtsrat, zu einer Schwächung der Aktionärsposition.¹¹⁴⁶ Zwar ist es grundsätzlich zu begrüßen, dass die Interessen der Arbeitnehmer als wichtige Stakeholdergruppe bei der Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen neben den Aktionärsinteressen Berücksichtigung finden. Allerdings entspricht die paritätische Sitzverteilung im Aufsichtsrat nicht dem hier zugrundegelegten Verständnis des Unternehmensinteresses, nach dem der Vorstand zwar den Interessen aller Stakeholder verpflichtet ist, jedoch die Aktionärsinteressen, wegen deren Residualanspruch, am stärksten zu gewichten sind.¹¹⁴⁷ Auch der herausragenden Stellung der Anleger im Kapitalmarktrecht wird eine solche Interessengewichtung nicht gerecht.¹¹⁴⁸ Nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG kann der Aufsichtsrat seine Ermächtigung mit einfacher Mehrheit erteilen. Das bedeutet, dass der Aufsichtsrat mit allen Stimmen der Arbeitnehmervertreter, die häufig ein, mit den Interessen der Vorstandsmitglieder gleichlaufendes Interesse an der Abwehr des Übernahmeangebots haben, und lediglich der Stimme eines einzigen Aktionärsvertreter über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen entscheiden kann. Die Möglichkeit der Aufsichtsratsermächtigung mit einfacher Mehrheit führt demnach zu der Gefahr einer Unterrepräsentation der Aktionärsinteressen bei entsprechenden Beschlüssen.

Problematisch hinsichtlich des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ist darüberhinaus, dass es zu Interessensverzahnungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat kommen

¹¹⁴⁴ Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen insbesondere Gliederungspunkt 4.3.

¹¹⁴⁵ Vgl. Gliederungspunkt 4.7.

¹¹⁴⁶ Vgl. *Kirchner* (2004b), S.197; *Winter/Harbarth* (2002), S.8.

¹¹⁴⁷ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.2.1.2.

¹¹⁴⁸ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.1.

kann.¹¹⁴⁹ Für diesen Fall besteht die Gefahr, dass der Vorstand durch die Aufsichtsratsermächtigung in seinem eigennützigen Verhalten unterstützt wird. Da der Vorstand die Wahl hat, ob er für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen die Hauptversammlung oder den Aufsichtsrat um Zustimmung bittet, ist angesichts der möglichen Interessenverzahnungen zu erwarten, dass der Vorstand den Aufsichtsrat einschalten wird.¹¹⁵⁰ Damit werden wiederum die Aktionärsinteressen, aber auch die Interesse der übrigen Stakeholder gefährdet.

Es zeigt sich also, dass im Rahmen der Aufsichtsratsermächtigung die Mitglieder des Aufsichtsrats ihre Eigeninteressen hinsichtlich des Übernahmeangebots zur Geltung bringen können und - wegen möglicher Interessensverzahnungen - Raum für die Verwirklichung eigennütziger Motive des Vorstands bleibt. Gleichzeitig führt die Beschlussfassung mit einfacher Mehrheit zu einer Interessengewichtung zulasten der Anteilseigner, die ihrer Stellung als Inhaber des Residualanspruchs gegen das Unternehmen und ihrer Bedeutung im Kapitalmarktrecht nicht gerecht wird. Deshalb bietet sich die Kompetenzübertragung auf den Aufsichtsrat in dieser Form nicht zur Lösung bzw. Umgehung der Kollektiventscheidungsprobleme in der Hauptversammlung an.¹¹⁵¹

Dennoch wird, nicht nur wegen der Interessenverzahnung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, zu erwarten sein, dass der Aufsichtsratsermächtigung in der Praxis die größte praktische Bedeutung zukommt. Denn mit der Zustimmung des Aufsichtsrats wird sich der Vorstand nicht an dem Maßstab des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG messen lassen müssen. Außerdem wird der Vorstand, der persönlich für Pflichtverletzungen haftet, schon aus Rechtssicherheitsgründen ein Interesse daran haben, die Zustimmung des Aufsichtsrats einzuholen.¹¹⁵²

10.1.1.2.4 § 33 Abs. 2 WpÜG

Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 WpÜG sind mit einigen Aspekten der bereits dargestellten Probleme der Kollektiventscheidung und der strategischen Wahl konfrontiert.¹¹⁵³ Auch wenn der Beschluss in einer ordentlichen Hauptversammlung gefasst wird, ist zu erwarten, dass ein beachtlicher Teil von Kleinaktionären infolge der rationalen Apathie der Hauptversammlung

¹¹⁴⁹ Vgl. Gliederungspunkt 4.3.

¹¹⁵⁰ Vgl. dahingehen *Kuhner/Schilling* (2002), S.449f.; *Winter/Harbarth* (2002), S.9.

¹¹⁵¹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.59f.

¹¹⁵² Vgl. *Assmann/Pötzsch/Schneider-Krause/Pötzsch* (2005), § 33 Rn.172.

¹¹⁵³ Vgl. grundlegend hierzu bereits Gliederungspunkt 7.2.2.

fern bleiben wird. Da insbesondere auf ordentlichen Hauptversammlungen von heterogenen Präferenzen der Aktionäre auszugehen ist, und dort regelmäßig eine Vielzahl von Entscheidungsalternativen zur Abstimmung gestellt werden, können auch Vorratsbeschlüsse Gegenstand von eigennützigen Manipulationen des Vorstands durch die Ausnutzung von Wahlzyklen werden. Auch bietet sich auf ordentlichen Hauptversammlungen dem Vorstand die Möglichkeit, ihnen einseitig zum Vorteil gereichende Vorratsbeschlüsse, beispielsweise mit einer Dividenden-erhöhung, zu versüßen.

Hinzu tritt das Problem, dass die Aktionäre mit Vorratsbeschlüssen ex-ante ihre Einwilligung zu Verteidigungsmaßnahmen erklären, ohne die konkreten Umstände und Bedingungen eines möglichen, in der Zukunft liegenden, Übernahmeangebots zu kennen. Können diese Faktoren nicht in ihre Entscheidung miteinbezogen werden, so ist es durchaus vorstellbar, dass die Aktionäre angesichts eines konkreten Angebots eine andere Entscheidung getroffen hätten. Auf der anderen Seite fehlt aber ein funktionsfähiger Mechanismus, der es den Aktionären ermöglicht, ihre Entscheidung entsprechend der konkreten Übernahmesituation zu revidieren.¹¹⁵⁴ Damit verschiebt sich im Prinzipal-Agent Verhältnis zwischen Anteilseignern und dem Vorstand die Balance zugunsten des Vorstands.¹¹⁵⁵ Diskrepanzen, die zwischen der Zielrichtung des Vorratsbeschlusses und der konkreten Übernahmesituation entstehen, können von den Mitgliedern des Vorstands zu ex-post opportunistischem Verhalten ausgenutzt werden. Erhöht beispielsweise der Bieter das Angebot soweit, dass es dem Reservationspreis der Aktionäre entspricht, so ist zu befürchten, dass der Vorstand für den Fall, dass die Aktionäre kein Veto-recht haben, die Verhinderung des Angebots weiter vorantreibt, obwohl das nicht mehr im Interesse der Aktionäre ist.

Ein weiteres Problem ist, dass das betreffende Unternehmen in dem Maße an Attraktivität auf dem Kapitalmarkt verliert, in dem Unternehmensübernahmen als solche, durch Instrumente des Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, erschwert werden. Übernahme-feindliche Vorratsbeschlüsse bergen die Gefahr, dass der Börsenkurs des Unternehmens unterbewertet wird und gleichzeitig die Kapitalkosten steigen.¹¹⁵⁶ Andererseits kann aber auch argumentiert werden, dass Vorratsbeschlüsse signalisieren, dass sich ein Unternehmen selbst als möglicher Übernahmekandidat sieht, was das Unternehmen unter Umständen wiederum für Anleger

¹¹⁵⁴ Vgl. *Birke* (2005), S.249; *Coppik* (2007), S.257; *Denzel* (2005), S.210f.

¹¹⁵⁵ Vgl. *Kirchner* (1999), S.488; dahingehend auch *Kirchner* (2002), S.62.

¹¹⁵⁶ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203; *Kirchner* (1999), S.488; *Winter/Harbarth* (2002), S.12.

interessant machen könnte.¹¹⁵⁷ Da jedoch, wegen der zwingenden Befristung von Vorratsbeschlüssen auf 18 Monate in jeder ordentlichen Hauptversammlung entsprechende Beschlüsse gefasst werden müssten, wird die Signalwirkung für Unternehmen, die sich diesem Instrument bedienen, mit der Zeit abnehmen. Hinzu kommt, dass die Erfahrungen der vergangenen Jahre gezeigt haben, dass fast jedes Unternehmen zum Übernahmekandidaten werden kann. Vorratsbeschlüsse wären in diesem Zusammenhang als allgemeine Vorkehrungen zu interpretieren, die allein noch keine Rückschlüsse auf mögliche konkrete Übernahmeangebote zulassen.

Angeichts der Tatsache, dass eine Vielzahl von Verteidigungsmaßnahmen durch die Schaffung des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG auch mit der alleinigen Ermächtigung des Aufsichtsrats möglich ist, wird für den Vorstand ein geringer Anreiz bestehen, sich Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung einzuholen, soweit das wegen der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Kompetenzverteilung nicht notwendig ist.¹¹⁵⁸ Die wichtigste Verteidigungsmaßnahme die der Ermächtigung durch die Hauptversammlung bedarf, ist das genehmigte Kapital. Es ist allerdings höchst unwahrscheinlich, dass der Vorstand die Hauptversammlung um die Schaffung eines auf 18 Monate befristeten genehmigten Kapitals zur Abwehr von Übernahmeangeboten bitten wird, wenn er zu diesem Zweck, mit der entsprechenden Ermächtigung des Aufsichtsrats, ebenso gut durch normalen Hauptversammlungsbeschluss genehmigtes Kapital benutzen kann. Dieses ist dann auf 5 Jahre befristet und der Beschluss unterliegt nicht den besonderen Anforderungen des § 33 Abs. 2 WpÜG.¹¹⁵⁹ Bedeutung könnte ein Vorratsbeschluss im Zusammenhang mit genehmigtem Kapital nur dann bekommen, wenn der Vorstand die Nutzung eines herkömmlichen genehmigten Kapitals aus Gründen einer möglichen Haftung als Folge einer Zweckentfremdung scheut und sich deshalb über § 33 Abs. 2 WpÜG entsprechendes Abwehrkapital beschaffen möchte.¹¹⁶⁰

Genehmigtes Kapital ist als Verteidigungsmaßnahme besonders wirksam, wenn es mit einem Bezugsrechtsausschluss verbunden ist.¹¹⁶¹ Deshalb wurde argumentiert, genehmigtes Kapital wäre in Verbindung mit einem Bezugsrechtsausschluss nicht

¹¹⁵⁷ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203; *Krause* (2002), S.712; *Kirchner* (1999), S.488.

¹¹⁵⁸ Vgl. *Winter/Harbarth* (2002), S.12; hierzu bereits schon zuvor Gliederungspunkt 10.1.1.2.3.

¹¹⁵⁹ Vgl. *Winter/Harbarth* (2002), S.12

¹¹⁶⁰ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203; *Winter/Harbarth* (2002), S.12.

¹¹⁶¹ Vgl. Gliederungspunkt 7.1.1.2.1.

im Wege eines Vorratsbeschlusses umsetzbar, da, in Ermangelung eines konkreten Übernahmeangebots, auch keine konkreten Anhaltspunkte für den Bezugsrechtsausschluss genannt werden könnten.¹¹⁶² Dieses Problem dürfte allerdings nicht mehr bestehen. Nach der Siemens/Nold-Rechtsprechung, und der ihr folgenden herrschenden Lehre, ist die Angabe konkreter Anhaltspunkte zum Bezugsrechtsausschluss nicht mehr erforderlich und das Erfordernis einer strengen Prüfung der Geeignetheit, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit wurde aufgegeben. Es soll nunmehr ausreichend sein, wenn die Maßnahme in dem Wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt und der Hauptversammlung im Vorstandsbericht allgemein und in abstrakter Form bekannt gegeben wird.¹¹⁶³

Wegen der Schwächen des Aktionärsstimmrechts, der Gefahr, dass die Beschlüsse durch den Vorstand aus eigennützigen Motiven ausgenutzt wird und möglichen Kursverlusten infolge einer übernahmefeindlichen Ausrichtung eines Unternehmens, wird der Anreiz für die Anteilseigner zur Fassung eines Vorratsbeschlusses entsprechend gering sein. Soweit die Entlohnung des Vorstands an die Entwicklung des Unternehmenswertes gekoppelt ist, stellen mögliche Kursverluste auch einen Negativanreiz für diesen dar, Vorratsbeschlüsse zu initiieren.¹¹⁶⁴ Darüber hinaus besteht für den Vorstand auch durch die Möglichkeit, eine Vielzahl von Verteidigungsmaßnahmen allein mit der Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG vorzunehmen, kein Anreiz, auf die Ausnahme des § 33 Abs. 2 WpÜG zurückzugreifen. Es ist demnach nicht zu erwarten, dass der Vorschrift äußerst geringe praktische Relevanz zukommt.¹¹⁶⁵ Vorstellbar wäre aber, dass sich der Vorstand Vorratsbeschlüssen nach § 33 Abs. 2 WpÜG bedient, weil er eine mögliche persönliche Haftung fürchtet.¹¹⁶⁶

10.1.1.2.5 Ad-hoc Beschlüsse

Ähnlich wie die Vorratsbeschlüsse, sehen sich auch ad-hoc Beschlüsse durch eine Abwehrhauptsammlung mit den Problemen der Kollektiventscheidung und der strategischen Wahl konfrontiert. Es ist deshalb zu erwarten, dass insbesondere Minderheitsaktionäre einen geringen Anreiz zur Teilnahme an der Abwehrhauptversammlung haben werden. Für den Fall, dass sie doch an der Hauptversamm-

¹¹⁶² Vgl. *Kirchner* (2002), S.62.

¹¹⁶³ Vgl. BGHZ 133, 136; NJW 1997, 2813; *Brandi* (2003), S.284; *Hüffer* (2008), § 203 Rn.27 und 29.

¹¹⁶⁴ Vgl. *Kirchner* (1999), S.488.

¹¹⁶⁵ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203; *Kirchner* (1999), S.488; *Krause* (2002), S.712; *Winter/Harbarth* (2002), S.12.

¹¹⁶⁶ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203.

lung teilnehmen, besteht angesichts der hohen Komplexität, der mit einem Übernahmeangebot zusammenhängenden Sachverhalte, die Gefahr, dass sie, infolge von Informationsdefiziten, den Abstimmungsvorschlägen des Vorstands folgen werden.

§ 16 Abs. 4 WpÜG enthält einige Vorkehrungen, mit denen dem Problem der rationalen Apathie entgegengewirkt werden soll. So ist die Wahl des Versammlungsortes der Gesellschaft nach § 16 Abs. 4 S. 2 WpÜG, abweichend von § 121 Abs. 5 AktG und etwaigen Bestimmungen der Satzung, freigestellt. Damit kann beispielsweise ein Versammlungsort gewählt werden, der zentral liegt und verkehrstechnisch günstig angebunden ist. Auch muss die Gesellschaft nach § 16 Abs. 4 S. 4 WpÜG den Aktionären die Erteilung von Stimmrechtsvollmachten, soweit dies nach Gesetz und Satzung möglich ist, erleichtern. Da die Stimmrechtsvertretung grundsätzlich kein geeignetes Mittel zur Abmilderung des Problems der rationalen Apathie ist,¹¹⁶⁷ und die freie Wahl des Versammlungsortes von dem Vorstand auch aus eigennützigen Motiven dazu missbraucht werden kann, ein besonders ungünstigen Ort zu wählen, ist von diesen Vorschriften keine merkliche Stärkung des Aktionärsstimmrechts zu erwarten.

Ein weiteres zentrales Problem der Abwehrhauptversammlung ergibt sich aus den verhältnismäßig langen Landungsfristen.¹¹⁶⁸ Vor diesem Hintergrund sieht § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG eine verkürzte Ladefrist vor, und nach § 16 Abs. 3 S.1 WpÜG verlängert sich die Angebotsfrist automatisch auf zehn Wochen, wenn eine Abwehrhauptversammlung einberufen wird. Doch führt bereits die Ladefrist zu einer signifikanten Verzögerung möglicherweise dringend notwendiger Maßnahmen, wenn man bedenkt, dass mit der Umsetzung der Maßnahmen erst frühestens zwei Wochen nach Abgabe des Angebots begonnen werden kann. Während dieser Zeit können bereits Fakten geschaffen sein, denen mit Verteidigungsmaßnahmen nicht mehr zu begegnen ist. Hält es der Vorstand aufgrund von unerwartet auftretenden Umständen für notwendig, durch ad-hoc Beschlüsse genehmigte Maßnahmen zu modifizieren oder andere Maßnahmen zu ergreifen, so ist er gezwungen, eine neue Abwehrhauptversammlung nach den gleichen Vorschriften einzuberufen. Das Abhalten einer zweiten Abwehrhauptversammlung ist in der Praxis nicht vorstellbar, da für die Umsetzung entsprechender Beschlüsse keine Zeit bleiben wird, und die Aktionäre kaum bereit sein werden, erneut die, mit der Teilnahme verbundenen Kosten auf sich zu nehmen. Damit schafft die Abwehrhauptversammlung bestenfalls die Möglichkeit für einen verzögerten und fest determinierten Hand-

¹¹⁶⁷ Vgl. Gliederungspunkt 7.2.2.5.

¹¹⁶⁸ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.203; *Coppik* (2007), S.251; *Kirchner* (1999), S.488; *Kirchner* (2002), S.60f.

lungsspielraum, während der Bieter jederzeit flexibel seine Strategie ändern und auf die Beschlüsse der Abwehrhauptversammlung reagieren kann.

Daneben tritt die Gefahr, dass die Implementierung der, von ad-hoc Beschlüssen erfassten Maßnahmen, durch die Möglichkeit der Anfechtungsklage erheblich verzögert oder durch Zeitablauf verhindert werden kann. Das Rechtsmittel der Anfechtungsklage können Aktionäre aus strategischen Erwägungen missbrauchen. Denn mit dem Anfechtungsrecht halten die Aktionäre ein faktisches Vetorecht mit erheblichem Erpressungspotential in Händen, welches sie sich von der Gesellschaft abkaufen lassen können.¹¹⁶⁹ Noch erheblicher dürfte aber sein, dass der Bieter, soweit er bereits Anteile an dem Zielunternehmen hält, stimm- und anfechtungsberechtigt ist. Mit der Anfechtungsklage bietet sich ihm ein opportunes Mittel, Maßnahmen aus ad-hoc Beschlüssen, die sich gegen sein Angebot richten, zu verhindern.¹¹⁷⁰

Für den Fall, dass ein ad-hoc Beschluss Wirkung entfaltet, stellt sich das Problem, dass die Hauptversammlung nicht dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist.¹¹⁷¹ Müssen die Interessen der anderen Stakeholder bei der Ermächtigung des Vorstands zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen nicht berücksichtigt werden, so wird sich das auch in dem dadurch geschaffenen Handlungsrahmen für den Vorstand niederschlagen. Die mangelnde Berücksichtigung der übrigen Stakeholderinteressen kann zu einer positiven Diskriminierung öffentlicher Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration führen.¹¹⁷² Zudem muss mit Gegenmaßnahmen von Seiten der übrigen Stakeholder gerechnet werden, soweit die Wahrung ihrer Interessen im Übernahmeverfahren nicht ausreichend gewährleistet ist.¹¹⁷³ Im Rahmen des § 33 WpÜG ist mit solchen Maßnahmen insbesondere von Seiten der Gläubiger zu rechnen, da die Arbeitnehmer eine ausreichende Berücksichtigung ihrer Interessen über die praktisch relevante Vorschrift des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 erwarten können. Zwar muss der, dem Unternehmensinteresse verpflichtete Aufsichtsrat auch die Interessen der Gläubiger berücksichtigen, doch wird dieser in erster Linie für die Interessen der Arbeitnehmer und Anteilseigner eintreten.

¹¹⁶⁹ Vgl. *Coppik* (2007), S.251.

¹¹⁷⁰ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 33 Rn.193; *Krause* (2002), S.713; *Winter/Harbarth* (2002), S.14.

¹¹⁷¹ Vgl. *Kirchner* (1999), S.488.

¹¹⁷² Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 6.3.2.2.1

¹¹⁷³ Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 7.1.2.1.3.2.

Anwendungsfälle von ad-hoc Beschlüssen sind vorstellbar, wenn sich der Vorstand Rückhalt verschaffen und seine Haftung nach § 94 Abs. 4 AktG ausschließen will. In aller Regel wird den ad-hoc Beschlüssen allerdings eine sehr geringe praktische Bedeutung zukommen, zumal dem Vorstand die praktikablere, wenn auch verfehlte, Vorschrift des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG zur Verfügung steht. Damit entsteht zwar kein Kompetenzvakuum, das sich der Bieter zunutze machen kann, doch wurde die Gelegenheit verpasst, für die Anteilseigner einen effektiven Mechanismus zu installieren, der ihre Interessen im Übernahmeverfahren angemessen zur Geltung zu bringt.

10.1.1.3 Zusammenfassung

Die vorangegangene Wirkungsanalyse des § 33 WpÜG zeigt, dass die grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands des Zielunternehmens nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG durch die Regelungen des § 33 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 WpÜG, sowie durch die Zulässigkeit von ad-hoc Beschlüssen, in weiten Teilen relativiert wird. Die Möglichkeit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 Alt. 2 WpÜG ist dabei wegen der, infolge des Bieterwettbewerbes zu erwartenden positiven Effekte auf die Übernahmepreisfindung sowie auf die Kapitalallokation, zu begrüßen.

§ 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG soll dem Vorstand des Zielunternehmens ermöglichen, in begrenztem Umfang eine unangemessene Behinderung des Zielunternehmens während des Übernahmeverfahrens zu verhindern. Allerdings ist es dem Vorstand nicht möglich, solche Maßnahmen zu ergreifen, die aufgrund der übernahmebedingten Informationslage im Unternehmensinteresse geboten sind. Andererseits lässt die Vorschrift aber dennoch Raum für ex-post opportunistisches Verhalten.

Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs. 2 WpÜG stellen wegen der Schwächen des Aktionärsstimmrechts, zu erwartender Kursverluste infolge der übernahmefeindlichen Ausrichtung des Unternehmens und des, seiner Natur nach pauschalen Charakters der Beschlüsse, der eigennützigem Verhalten des Managements förderlich sein kann, für die Aktionäre grundsätzlich keinen attraktiven Mechanismus zur Verfügung, um ihre Interessen im Übernahmeverfahren zu wahren. Die zu erwartenden Kursverluste sind gleichzeitig auch ein negativer Anreiz für den Vorstand, sich Vorratsbeschlüssen zu bedienen. Deshalb ist zu erwarten, dass der Vorschrift als Ausnahmetatbestand keine große praktische Relevanz zukommt.

Im Zusammenhang mit ad-hoc Beschlüssen kommen ebenfalls die grundsätzlichen Schwächen des Aktionärsstimmrechts zum Tragen. Daneben schränken die, wenn auch durch § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG verkürzten, Ladungsfristen zur Abwehrhauptversammlung, sowie die Anfechtungsgefahr die, angesichts eines Übernahmeangebots gebotene, Flexibilität und Praktikabilität der Regelung ein. Infol-

gedessen werden auch ad-hoc Beschlüsse in der Praxis keine bemerkenswerte Bedeutung erlangen können.

Die größte praktische Bedeutung nimmt die Ausnahmeregelung des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ein, obgleich ihre Wirkung keineswegs positiv zu beurteilen ist. So werden die Anteilseignerinteressen in dem Beschlussfassungsverfahren einer Aufsichtsratsermächtigung infolge der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats mit Anteilseigner- und Arbeitnehmervertretern und des einfachen Mehrheitserfordernisses nicht angemessen berücksichtigt. Zudem besteht die Gefahr, dass Interessensverflechtungen zwischen den Mitgliedern des Aufsichtsrats und denen des Vorstands zu eigennutzgeleiteten Aufsichtsratsermächtigungen zulasten der Stakeholderinteressen führen.

Abschließend lässt sich damit feststellen, dass die in § 33 WpÜG statuierte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht in erheblicher Weise durch eine Reihe von Regelungen abgeschwächt wird, die Raum für opportunistisches Verhalten des Vorstands schaffen und keine angemessene Berücksichtigung des Unternehmensinteresses gewährleisten. Dies ist zunächst einmal darauf zurückzuführen, dass die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht das Ergreifen jeglicher eigenmächtiger Verteidigungsmaßnahme verbietet, unabhängig davon, ob dies zum Wohl oder zum Nachteil des Unternehmens geschehen soll. Auch werden die Probleme im Zusammenhang mit den Schwächen des Aktionärsstimmrechts nicht ausreichend berücksichtigt. Problematisch ist insbesondere, dass es dem Vorstand nicht möglich ist, flexibel auf neue, mit Übernahmeangeboten einhergehende Informationen zu reagieren. Zudem können Vorratsbeschlüsse die mit einem konkreten Übernahmeangebot verbundene Informationslage naturgemäß nicht berücksichtigen. Soweit diese Defizite von den Akteuren antizipiert werden, ist zu erwarten, dass Vorrats- und ad-hoc Beschlüssen in der Praxis nur von geringer Bedeutung sein werden. Demgegenüber wird den Ermächtigungsbeschlüssen durch den Aufsichtsrat eine höhere praktische Relevanz zukommen, da dort die Schwächen des Aktionärsstimmrechts nicht ins Gewicht fallen und der Vorstand geneigt sein wird, den ihm näher stehenden Aufsichtsrat mit der Ermächtigung zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu befassen. Jedoch besteht im Zusammenhang mit solchen Ermächtigungsbeschlüssen insbesondere die Gefahr, dass die Anteilseignerinteressen im Übernahmeverfahren nicht ausreichend Berücksichtigung finden.

10.1.2 § 33 a WpÜG

§ 33 a WpÜG ermöglicht Unternehmen das *opt-in* in die europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht. Gemäß § 33 a Abs. 2 WpÜG unterliegt der Vorstand des Zielunternehmens einer Neutralitäts- und Stillhaltepflicht. Als einzige autonome Ausnahme ist dem Vorstand die Suche nach einem konkurrierenden Angebot erlaubt, § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG. Daneben sind nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG durch ad-hoc Beschluss der Hauptversammlung autorisierte Ausnahmen

zulässig. Nachfolgend wird zunächst die Funktionsweise des § 33 a WpÜG dargestellt, um die Vorschrift anschließend einer Wirkungsanalyse zu unterziehen.

10.1.2.1 Funktionsweise

Gemäß § 33 a Abs. 1 S.1 und 2 WpÜG kann die Satzung eines Zielunternehmens die Geltung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht aus § 33 Abs. 1 S.1 WpÜG ausschließen und das Unternehmen stattdessen dem strikteren europäischen Neutralitäts- und Stillhaltegebot des § 33 a Abs. 2 WpÜG unterwerfen. Damit kommt der deutsche Gesetzgeber seiner, in Art. 12 Abs. 2 ÜRL statuierten Pflicht nach, Unternehmen die Möglichkeit zu geben, sich durch Satzungsbeschluss für die europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht zu entscheiden.¹¹⁷⁴ Die Voraussetzungen für die Aufnahme einer entsprechenden Satzungsbestimmung richten sich nach den allgemeinen aktienrechtlichen Regelungen. Erforderlich für das *opt-in* ist folglich ein satzungsändernder Beschluss mit Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, § 119 Nr. 5, § 179 ff. AktG.¹¹⁷⁵

Die in § 33 a Abs. 2 S. 1 WpÜG statuierte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht entspricht ihrem Wortlaut nach der Vorschrift des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, mit der Ausnahme, dass sich die Verhaltenspflicht ausdrücklich auch an den Aufsichtsrat richtet. Der besondere Gehalt der, an den Aufsichtsrat gerichteten europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht liegt darin, dass der Aufsichtsrat innerhalb der ihm nach § 111 Abs. 1 AktG zugewiesenen Überwachungskompetenz dafür Sorge zu tragen hat, dass der Vorstand seine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nicht verletzt.¹¹⁷⁶ Im Übrigen kann im Hinblick auf § 33 a Abs. 2 S. 1 WpÜG auf die Ausführungen zu § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG verwiesen werden.

§ 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 WpÜG nimmt Handlungen von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht aus, die innerhalb des normalen Geschäftsbetriebes liegen. Diese Regelung überschneidet sich mit dem, in § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG enthaltenen Vorbehalt zugunsten von Handlungen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsmannes insoweit, als Handlungen im Rahmen des Tagesgeschäftes zulässig sind. Anders als die letztgenannte Regelung bezieht sich die Vorschrift jedoch ausschließlich auf den alltäglichen Geschäftsverkehr. Aus dem Umkehrschluss zur Regelung des § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 3 folgt, dass potentiell den Erfolg des Übernahmeangebots verhindernde Handlungen im normalen Geschäftsbetrieb

¹¹⁷⁴ Vgl. zum Optionsmodell 9.3.3.2.

¹¹⁷⁵ Vgl. *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), § 33a Rn.4.

¹¹⁷⁶ Vgl. *Haarmann/Schüppen-Röh* (2008), § 33a Rn.39.

auch dann zulässig sind, wenn sie nicht der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zumindest teilweise umgesetzt wurden. Damit sind nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 WpÜG generell alle alltäglichen Geschäfte zulässig.¹¹⁷⁷

Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebes sind nach § 33 a Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 WpÜG nur dann zulässig, wenn sie der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe gefasst und teilweise umgesetzt wurden. Damit sind die Fortführung einer bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie und die Vornahme von außergewöhnlichen Geschäften nach der europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nur unter wesentlich engeren Voraussetzungen möglich, als im Rahmen des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG.¹¹⁷⁸

Zulässige Ausnahmen von § 33 a Abs. 2 S. 1 WpÜG sind ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung und die Suche nach einem konkurrierenden Angebot, § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 und 4. Diesbezüglich kann ebenfalls auf die Ausführungen zu § 33 WpÜG verwiesen werden. Gleiches gilt für die Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht.

Macht ein Unternehmen von der Möglichkeit des *opt-in* Gebrauch, so greift der Vorbehalt der Gegenseitigkeit des § 33 c WpÜG, wenn das Unternehmen Ziel eines Übernahmeangebots wird. Die Reziprozitätsregelung des § 33 c Abs. 1 WpÜG, sieht vor, dass die Hauptversammlung eines Zielunternehmens, in deren Satzung ein *opt-in* festgelegt wurde, beschließen kann, dass die weniger strengen Regelungen des § 33 WpÜG greifen, wenn der Bieter einer, dem § 33 a Abs. 2 WpÜG entsprechenden Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nicht unterliegt. Die Norm verfolgt den Zweck, auch für den Fall, dass allein das Zielunternehmen von dem *opt-in* Gebrauch gemacht hat, Waffengleichheit zwischen Bieter und Zielunternehmen herzustellen und ein faires Übernahmeverfahren zu gewährleisten.¹¹⁷⁹

10.1.2.2 Wirkungsanalyse

Die in § 33 a Abs. 2 WpÜG statuierte Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ist in weiten Teilen strenger bzw. umfassender als die des § 33 WpÜG. So ist nach § 33 a Abs. 2 S. 1 WpÜG nicht allein der Vorstand von der Neutralitäts- und Stillhalte-

¹¹⁷⁷ Vgl. Steinmeyer/Häger-Steinmeyer (2007), § 33a Rn.11.

¹¹⁷⁸ Vgl. Steinmeyer/Häger-Steinmeyer (2007), § 33a Rn.14.

¹¹⁷⁹ Vgl. Haarmann/Schüppen-Vogel (2008), § 33c Rn.2.

pflicht betroffen, sondern auch der Aufsichtsrat. Darüberhinaus sind die Ausnahmetatbestände zu § 33 a Abs. 2 S. 1 WpÜG weniger umfangreich, als die zu § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Weder Aufsichtsratsermächtigungen noch Verteidigungsmaßnahmen auf der Grundlage von Vorratsbeschlüssen sind nach § 33 a Abs. 2 S. 2 WpÜG zulässig. Lediglich im Rahmen von Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebes nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 WpÜG ist dem Vorstand, im Vergleich zu § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG, ein weiterer Handlungsspielraum gegeben, da er bei entsprechenden Handlungen nicht auf die hypothetische Lage ohne Vorliegen des Übernahmeangebots abzustellen hat.

Auf den ersten Blick scheint der verhältnismäßig strengen Ausgestaltung der europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht eine positive Wirkung zugesprochen werden zu können, da sie geeignet ist, ex-post opportunistischem Verhalten des Vorstands zulasten der Anteilseignerinteressen infolge der Unbestimmtheit von Vorratsbeschlüssen, weitestgehend entgegenzuwirken. Gleiches gilt für die Gefahr, dass Aufsichtsratsermächtigungen, wegen der Interessenverflechtung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat und der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats, die Anteilseignerinteressen nicht ausreichend berücksichtigen. Allerdings sind bei der konkreten Ausgestaltung des § 33 a Abs. 2 WpÜG wesentliche Probleme unberücksichtigt geblieben, die die Wirkung des § 33 a Abs. 2 WpÜG tatsächlich in einem negativeren Licht erscheinen lassen. So trägt die Regelung weder der, - bereits dargestellten-¹¹⁸⁰ stark eingeschränkten Praktikabilität der ad-hoc Beschlüsse durch die Hauptversammlung nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG, noch der unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen, und in § 3 Abs. 3 WpÜG statuierten Verpflichtung des Management auf das Unternehmensinteresse Rechnung.

Ist dem Vorstand nämlich - mit Ausnahme der positiv zu bewertenden Suche nach einem konkurrierenden Angebot -¹¹⁸¹ die Kompetenz zum eigenmächtigen Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen genommen, und ist die einzige Möglichkeit zur Ermächtigung des Vorstands durch ad-hoc Beschlüsse Hauptversammlungsbeschlüsse in der Praxis dermaßen beschränkt, so entsteht letztlich ein Kompetenzvakuum. Dieses Kompetenzvakuum kann der Bieter strategisch zulasten der Anteilseigner ausnutzen, da sich diese infolge der fehlenden Verteidigungs- und Koordinierungsmöglichkeiten und unter Verkaufsdruck befinden.¹¹⁸²

¹¹⁸⁰ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.1.2.5.

¹¹⁸¹ Vgl. Gliederungspunkte 10.1.1.2.2-

¹¹⁸² Vgl. *Coppik* (2007), S.252; *Kirchner* (1999), S.487; *Kirchner* (2000b), S.1824; sowie bereits Gliederungspunkt 6.1.2.3.

Steht ein Unternehmen einem Übernahmeangebot infolge des Kompetenzvakuums faktisch ohne Verteidigungsmöglichkeit gegenüber, so ist zudem zu befürchten, dass das Unternehmensinteresse keine angemessene Berücksichtigung findet. Aber auch unter der Annahme, dass ad-hoc Beschlüsse im Übernahmeverfahren zum Tragen kommen, wird die Wahrung des Unternehmensinteresses nicht gewährleistet sein. Denn die Interessen der anderen Stakeholder müssen von der Hauptversammlung nicht berücksichtigt werden, was sich in dem, durch Ermächtigungsbeschluss vorgegebenen Handlungsrahmen für den Vorstand niederschlagen wird.¹¹⁸³

10.1.2.3 Zu der Wahrscheinlichkeit eines *opt-in*

Ein Anreiz zur Fassung eines *opt-in* Beschlusses ist dann gegeben, wenn die Aktionäre und/oder der Vorstand erwarten, durch die übernahmefreundlichere europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht Kurssteigerungen auf dem Kapitalmarkt zu bewirken. Ferner kann die Implementierung des § 33 a Abs. 2 aus taktischer Sicht sinnvoll erscheinen, wenn ein Unternehmen beabsichtigt, selbst als Bieter aufzutreten. Denn die Unterwerfung unter die europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht führt dazu, dass ein potentielles Zielunternehmen, das sich ebenfalls dem § 33 a Abs. 2 WpÜG unterworfen hat, nicht von der Reziprozitätsregelung des § 33 c Abs. 1 WpÜG Gebrauch machen kann. Damit wird verhindert, dass sich das Zielunternehmen, trotz eines *opt-in*, nach den Vorschriften des § 33 WpÜG verteidigen kann.¹¹⁸⁴

Dass die Suspendierung der Reziprozitätsregelung tatsächlich ein Anreiz zum *opt-in* schafft, ist jedoch zu bezweifeln. Zum einen kann ein *opt-in* für potentielle Bieter auch zur Gefahr werden, da sie für den Fall, dass auch das Zielunternehmen von dem der Möglichkeit des *opt-in* Gebrauch gemacht hat, ebenfalls nicht von der Reziprozitätsregelung begünstigt werden, und deshalb leichter durch ein Gegenangebot abgewehrt und geschluckt werden können. Zum anderen greift das Argument für das *opt-in* eben nur dann, wenn potentielle Zielunternehmen bereits von dem *opt-in* Gebrauch gemacht haben, da die Reziprozitätsregelung des § 33 c Abs. 1 WpÜG ansonsten nicht zur Anwendung kommt. Isoliert betrachtet erliegt die Argumentation damit letztlich einem Zirkelschluss.

Darüberhinaus ist es wegen der, im Vergleich zu § 33 WpÜG strengeren Ausgestaltung der europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht in § 33 a Abs. 2 WpÜG wenig wahrscheinlich, dass Unternehmen von dem *opt-in* Gebrauch ma-

¹¹⁸³ Vgl. hierzu bereits 10.1.1.2.5.

¹¹⁸⁴ Vgl. *Seibt/Heiser* (2006), S.312; *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), § 33a Rn.5.

chen. Denn Vorstand und Aufsichtsrat werden sehr zurückhaltend mit der Unterbreitung eines Beschlussvorschlages zum *opt-in* sein, um sich einen möglichst großen Handlungsspielraum bei Unternehmensübernahmen zu erhalten.¹¹⁸⁵ Da § 33 WpÜG mit den Vorratsbeschlüssen auch den Anteilseignern eine - wenn auch wenig wirkungsvolle - zusätzliche Einflussmöglichkeit auf Übernahmeverfahren einräumt, ist auch nicht zu erwarten, dass diese ein Interesse an einem *opt-in* haben werden.¹¹⁸⁶

10.1.2.4 Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich zu § 33 a WpÜG feststellen, dass es wenig wahrscheinlich ist, dass Unternehmen sich durch das *opt-in* überhaupt der, im Vergleich zu § 33 WpÜG strengeren Neutralitäts- und Stillhaltepflicht unterwerfen werden. Geschieht dies doch, und wird die Geltung des § 33 a WpÜG auch nicht durch die Reziprozitätsregelung des § 33 c Abs. 1 WpÜG aufgehoben, so ist die Wirkung der Regelungen des § 33 a Abs. 2 WpÜG vorwiegend negativ zu beurteilen. Zwar ist die strenge Vorschrift im Vergleich zu § 33 WpÜG besser geeignet, ex-post opportunistischem Verhalten des Vorstands im Übernahmeverfahren vorzubeugen, jedoch entsteht durch die mangelnde Praktikabilität der ad-hoc Beschlüsse in Verbindung mit der strengen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, ein Kompetenzvakuum. Das Zielunternehmen wird infolgedessen faktisch verteidigungslos, was von dem Bieter zulasten der Anteilseigner und des Unternehmens ausgenutzt werden kann. Zu einer Vernachlässigung des Unternehmensinteresses kommt es auch dadurch, dass dem Vorstand, mit Ausnahme der Suche nach einem konkurrierenden Angebot, das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen untersagt ist und dem Aufsichtsrat nach § 33 a Abs. 2 WpÜG keine Entscheidungskompetenz eingeräumt wird. § 33 a Abs. 2 WpÜG spricht die Entscheidungskompetenz allein der Hauptversammlung zu, die im Gegensatz zu Vorstand und Aufsichtsrat jedoch nicht dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist.

10.2 § 33 und § 33 a WpÜG vor dem Hintergrund flankierender und ergänzender Regelungen

Eine abschließende Bewertung der Wirkungsweise von § 33 und § 33 a WpÜG kann nur dann vorgenommen werden, wenn diese Vorschriften vor dem Hintergrund flankierender und ergänzender Regelungen betrachtet werden. Dies soll im folgenden Abschnitt erfolgen.

¹¹⁸⁵ Vgl. *Seibt/Heiser* (2006), S.312.

¹¹⁸⁶ Vgl. zu der Umsetzung des *opt-in* Handelsblatt vom 17.4.2007 „Übernahmerecht in ausgewählten europäischen Ländern“; *Baums/Cahn* (2006); hierzu auch Gliederungspunkt 12.5.2.

10.2.1 Durchbrechungsregel gemäß § 33 b WpÜG

Die Durchbrechungsregel des § 33 b Abs. 2 WpÜG sieht vor, dass bestimmte, in der Satzung des Zielunternehmens vorgesehene oder vertraglich vereinbarte Beschränkungen der Übertragbarkeit von Aktien oder der Ausübung von Stimmrechten im Übernahmefall nicht gelten, wenn die Satzung eines Zielunternehmens ein *opt-in* nach § 33 b Abs. 1 WpÜG in die Durchbrechungsregel beinhaltet. Für die, aus der Anwendung der Durchbrechungsregel betroffenen Aktionäre, ist der Bieter gemäß § 33 b Abs. 5 WpÜG zur Entschädigung in Geld verpflichtet. Auf der Grundlage der Annahme, dass Unternehmensübernahmen gesamtwirtschaftlich positiv zu bewerten sind, verfolgt die Durchbrechungsregel das Ziel, die Kontrollerlangung des Bieters über das Zielunternehmen zu erleichtern.¹¹⁸⁷

Die Regelung ist ihrer Wirkung nach grundsätzlich positiv zu beurteilen, da sie zum Abbau nationaler Übernahmehindernisse beitragen kann und damit, zumindest auf europäischer Ebene, die Schaffung eines *level playing field* fördert und zugleich nationalstaatlichem Protektionismus, der möglicherweise alloka­tionseffiziente Übernahmen verhindert, entgegenwirkt.¹¹⁸⁸ In der Praxis ist jedoch auf nationaler Ebene zu erwarten, dass der Durchbrechungsregel wenig Bedeutung zukommen wird, da sie in Deutschland nur durch ein *opt-in* potentieller Zielunternehmen zur Geltung kommt. Denn dass ein entsprechender Satzungsbeschluss zustande kommt, in dem sich die Anteilseigner für den Fall eines Übernahmeangebots der von ihnen zuvor in der Satzung bestimmten Ausgestaltung der Stimmrechte entledigen, ist wenig wahrscheinlich. Im Übrigen kann im Zusammenhang mit der Durchbrechungsregel auf die Ausführungen zu der Wahrscheinlichkeit eines *opt-in* in § 33 a WpÜG im vorherigen Abschnitt verwiesen werden.¹¹⁸⁹

10.2.2 Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG

Nach § 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG haben Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens in gemeinsamer Verantwortung eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben und zu veröffentlichen.¹¹⁹⁰ Dabei sind die, in dem Unternehmen zusammentreffenden Interessen der unterschiedlichen Stakeholder in einen

¹¹⁸⁷ Vgl. *Seibt/Heiser* (2006), S.313; *Steinmeyer/Häger-Steinmeyer* (2007), § 33b Rn.1.

¹¹⁸⁸ Vgl. *Expertengruppe* (2002), S.5; zu den Problemen im Zusammenhang mit Vorfeldmaßnahmen Gliederungspunkt 6.3.2.2.2

¹¹⁸⁹ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.2.3

¹¹⁹⁰ Vgl. *Hopt* (2002a), S.419.

Ausgleich zu bringen.¹¹⁹¹ § 27 Abs. 1 S. 2 WpÜG bestimmt, auf welche Punkte in der Stellungnahme einzugehen ist. Abgesehen von den in § 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG aufgeführten Punkten (Angebotspreis, Folgen eines erfolgreichen Angebots für das Zielunternehmen, von dem Bieter verfolgte Ziele, die Absicht der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, die selbst Aktien am Zielunternehmen halten, das Angebot anzunehmen) hat der Vorstand nach den allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen aus § 93 AktG auch eigene Interessen und Vereinbarungen mit dem Bieter offen zu legen, wenn sie im Zusammenhang mit der Übernahme getroffen wurden.¹¹⁹²

§ 27 WpÜG konkretisiert das Transparenzgebot des § 3 Abs. 2 WpÜG. Die Vorschrift verfolgt insbesondere den Zweck, die Aktionäre des Zielunternehmens mit jenen Informationen zu versorgen, die sie benötigen, um eine fundierte Entscheidung über das Angebot treffen zu können. Damit soll zum einen der Gefahr einer einseitigen Information durch den Bieter begegnet werden; die Stellungnahme bildet in diesem Sinne das Gegenstück zur Angebotsunterlage des Bieters. Zum anderen dient die Vorschrift dem Abbau von Informationsasymmetrien zwischen den Aktionären und dem Management. Das ist von besonderer Bedeutung, wenn Bieter und Vorstand im Rahmen des Übernahmeverfahrens zusammenwirken.¹¹⁹³

Bei feindlichen Übernahmeszenarien steht vor allem das Recht zur Stellungnahme im Vordergrund, denn in diesem Zusammenhang fungiert diese als wichtige Verteidigungsmaßnahme, die nicht § 33 bzw. § 33 a WpÜG unterfällt. Denn die Stellungnahme ermöglicht es dem Management, die Nachteile des Angebots offen zu legen, und zu versuchen, die Angebotsadressaten von der Überlegenheit ihres Unternehmenskonzeptes zu überzeugen.¹¹⁹⁴ Dabei kann sich das Management auch darum bemühen, im Börsenkurs nicht berücksichtigte preisbildende Faktoren offenzulegen und diese in die Entscheidungsgrundlage der Angebotsadressaten zu integrieren.¹¹⁹⁵ Bei freundlichen Übernahmeszenarien tritt hingegen der Aspekt der Pflicht zur Stellungnahme in den Vordergrund, da hier das Management in der

¹¹⁹¹ Vgl. *Mühle* (2002), S.275.

¹¹⁹² Vgl. *Hopt* (2002a), S.420.

¹¹⁹³ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 27 Rn.4f.; *Ehrcke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 27 Rn.2.

¹¹⁹⁴ Vgl. *Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch* (2005), § 27 Rn.20.

¹¹⁹⁵ Vgl. *KöKoWpÜG-Hirte*, § 27 Rn.13.

Regel kein Interesse hat, kritische Punkte des Angebots herauszustellen und so die Annahme des Angebots zu gefährden.¹¹⁹⁶

Zwar schafft die Pflicht zur Stellungnahme in gewissen Umfang Raum für das Management im Eigeninteresse manipulativ auf das Angebotsverfahren Einfluss zu nehmen, doch ist die Wirkung des § 27 WpÜG in einer Gesamtschau positiv zu bewerten. So können die Informationsasymmetrien zwischen Management und Anteilseignern dadurch abgebaut werden, dass das Management durch die konkreten Vorgaben des § 27 Abs. 1 S. 2 WpÜG Informationen im Zusammenhang mit zentralen übernahmerelevanten Gesichtspunkten offenzulegen und im Lichte des Unternehmensinteresses zu bewerten hat. Gleichzeitig ist das Management im Hinblick auf die Informationsbeschaffung der *cheapest cost avoider*.¹¹⁹⁷ Auch wenn die Stellungnahme eine einseitige Perspektive einnimmt, so kann sie doch, in Verbindung mit der - im Falle eines feindlichen Übernahmeszenarios - entgegengesetzt argumentierenden Angebotsunterlange, den Aktionären des Zielunternehmens die Möglichkeit geben, die unterschiedlichen Standpunkte und Konzepte ausgewogen zu bewerten.¹¹⁹⁸ Damit wird zugleich eine Wettbewerbssituation zwischen dem Management des Zielunternehmens und dem Bieter geschaffen, die sich positiv auf den Preisfindungsprozess auswirken kann. Dieser Effekt kann noch verstärkt werden, wenn es dem Management des Zielunternehmens gelingt, solche potentiell wertbildende Faktoren des Zielunternehmens aufzuzeigen, die sich (noch) nicht in dessen Börsenkurs niedergeschlagen haben. Durch die Stärkung der Entscheidungsgrundlage der Angebotsadressaten kann wiederum den Schwächen des Aktionärsstimmrechts zu einem gewissen Grad entgegengewirkt werden. Dem Unternehmensinteresse wird in der Vorschrift zum einen dadurch Rechnung getragen, dass das Management im Rahmen der Stellungnahme diesem verpflichtet bleibt. Zum anderen werden § 27 Abs. 2 WpÜG speziell die Arbeitnehmerinteressen berücksichtigt, weil der Aufsichtsrat regelmäßig zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern besetzt ist, und eine mögliche Stellungnahme des Betriebsrates der Stellungnahme des Managements beizufügen ist.

10.2.3 Werbemaßnahmen gemäß § 28 WpÜG

Nach § 28 Abs. 1 WpÜG ist es dem Vorstand des Zielunternehmens grundsätzlich möglich, Werbekampagnen gegen eine geplante Übernahme zu ergreifen, um zu versuchen, die Aktionäre von der Annahme des Angebots abzubringen. Problematisch ist dabei, dass die freie und rationale Anlegerentscheidung durch Werbe-

¹¹⁹⁶ Vgl. Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch (2005), § 27 Rn.20.

¹¹⁹⁷ Vgl. hierzu bereits Gliederungspunkt 7.1.2.1.3.3.

¹¹⁹⁸ Vgl. Coppik (2007), S.277.

kampagnen beeinträchtigt werden kann. Zudem können Werbemaßnahmen außerordentlich kostenintensiv sein und dem Zielunternehmen infolgedessen schaden.¹¹⁹⁹ Andererseits ist der Meinungsbildungsprozess bei Analysten, Journalisten und Investoren, der durch wirtschaftliche und strategische Argumente und die Glaubwürdigkeit der Akteure bestimmt ist, von entscheidender Bedeutung für das Übernahmeverfahren.¹²⁰⁰ Ergreift das Management Maßnahmen, um für seine Führungsstrategie zu werben, so handelt es sich dabei faktisch um ein Gegenangebot des Managements an die Aktionäre des Zielunternehmens zum Verbleib in dem Unternehmen, was wiederum eine auktionsähnliche Übernahmesituation zur Folge hat.¹²⁰¹

Um einerseits der Notwendigkeit der Informationsverbreitung über die Medien sowie den positiven Effekten aus der aktionsähnlichen Übernahmesituation Rechnung zu tragen, und andererseits missbräuchlichen und verschwenderischen Werbemaßnahmen vorzubeugen, ist die BaFin gemäß § 28 Abs. 1 WpÜG ermächtigt, bestimmte Arten von Werbung zu untersagen.¹²⁰²

10.2.4 Weitere Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG

Die Regelung des § 16 Abs. 2 WpÜG sieht vor, dass die Aktionäre des Zielunternehmens, die das Übernahmeangebot bisher nicht angenommen haben, das Angebot auch innerhalb von zwei Wochen nach der Veröffentlichung des Angebotsergebnisses, nach Ablauf der Übernahmefrist annehmen können. Diese sogenannte Zaunkönigsregelung soll vermeiden, dass Aktionäre in einen zeitlichen Wettlauf um die Annahme des Angebots geraten, und gleichzeitig die Drucksituation abmildern, der sich die Aktionäre, angesichts des Übernahmeangebots und den Problemen der kollektiven Entscheidung, ausgesetzt sehen. Durch die Regelung soll insbesondere Belegschaftsaktionären, die der Übernahme kritisch gegenüber stehen, die Möglichkeit eingeräumt werden, zunächst an ihren Aktien festzuhalten und den Verlauf der Übernahme abzuwarten, bevor sie in Kenntnis des Ergebnisses ihre Anteile doch noch an den Bieter veräußern dürfen, um nicht als Minderheitsaktionäre im Unternehmen verbleiben zu müssen.¹²⁰³ § 16 Abs. 2 S. 2 WpÜG

¹¹⁹⁹ Bei der Übernahmeschlacht Vodafone/Mannesmann sollen auf der Seite von Mannesmann ca. 400 Millionen und auf der Seite von Vodafone ca. 1,2 Milliarden DM in Werbemaßnahmen geflossen sein; vgl. *Mühle* (2002), S.322f.

¹²⁰⁰ Vgl. *Mühle* (2002), S.323; hierzu auch Gliederungspunkt 7.1.1.2.7.

¹²⁰¹ Vgl. *Immenga/Noll* (1990), S.99 und S.102; *Liekefett* (2004), S.834.

¹²⁰² Vgl. *Mühle* (2002), S.323.

¹²⁰³ Vgl. Begründung des RegE, BT-DruckS.14/7034, S.46; *Coppik* (2007), S.179f.; *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler* (2003), § 16 Rn.8.

erlaubt es dem Bieter, das Einsetzen der Nachfrist des § 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG von dem Erwerb eines bestimmten Mindestanteils der Aktien während der ursprünglichen Annahmefrist abhängig zu machen. Der Bieter kann also eine Fristverlängerung von vornherein auf den Fall einer erfolgreichen Übernahme beschränken.

Mit der Zaunkönigregelung wird Aktionären die Möglichkeit eingeräumt, die Annahme des Angebots von dessen Ausgang und der, für sie daraus resultierenden Stellung im Unternehmen, abhängig zu machen, womit die Drucksituation in der sich die Aktionäre befinden, abgemildert werden kann. Allerdings kann der Bieter einen Anreiz für die Aktionäre zur Annahme des Angebots während der normalen Frist setzen, indem er die Nachfrist nur für den Fall eines Kontrollerwerbes bestimmt. Aktionäre, die also auf jeden Fall die Kontrollprämie erhalten wollen, werden dazu neigen, die Aktien bereits während der normalen Frist zu verkaufen, um nicht Gefahr zu laufen, sich mangels Kontrollerwerb nicht während einer Nachfrist von ihren Aktien lösen zu können. Damit wird gleichzeitig sichergestellt, dass der Markt für Unternehmenskontrolle durch die Regelung nicht beeinträchtigt wird. Aus Sicht der Aktionäre macht die Angebotsverlängerung durch die Zaunkönigsregelung nur dann Sinn, wenn schon während der ursprünglichen Annahmefrist die Kontrollmehrheit erlangt wurde. Für diesen Fall wird den Aktionären die Möglichkeit gegeben, durch den Verkauf ihrer Anteile (also über die Ebene *exit*) auf das Abstimmungsergebnis zu reagieren. Kommt es indes zu keinem Kontrollerwerb, so wird die Drucksituation der Aktionäre des Zielunternehmens wegen des nach wie vor offenen Erfolges des Übernahmeverfahrens während der weiteren Annahmefrist fortbestehen.¹²⁰⁴

10.2.5 Informationspflichten des Bieters

Das WpÜG legt dem Bieter eine Reihe von Informationspflichten auf, die dieser im Rahmen des Übernahmeverfahrens zu erfüllen hat. Sie sollen gewährleisten, dass die Aktionäre des Zielunternehmens mit den, für ihre Entscheidung über das Angebot nötigen Informationen versorgt und Marktverzerrungen durch Insider-Handel mit Wertpapieren verhindert werden.¹²⁰⁵ Zu den wichtigsten Informationspflichten zählen die Vorankündigung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots nach § 10 WpÜG, die Übermittlung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 i.V.m. § 11 WpÜG, sowie die Veröffentlichungspflichten nach Abgabe des Angebots (sog. Wasserstandsmeldungen) nach § 23 WpÜG.

¹²⁰⁴ Vgl. *Mühle* (2002), S.429f.

¹²⁰⁵ Vgl. Begründung des RegE, BT-DruckS.14/7034, S.39; *Coppik* (2007), S.183f.

Die in § 10 WpÜG statuierte Vorankündigungspflicht verfolgt den Zweck, den Kapitalmarkt von Kursmanipulationen durch eine möglichst frühzeitige Information der Öffentlichkeit über den marktrelevanten Übernahmeversuch sowie die Verringerung der Informationsunvollkommenheit auf dem Kapitalmarkt zu schützen. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass in Verbindung mit den verhältnismäßig langen Fristen des WpÜG Trittbrettfahrerproblemen Vorschub geleistet werden kann.¹²⁰⁶ Andererseits besteht durch die Vorankündigung die Möglichkeit für das Management des Zielunternehmens, frühzeitig nach konkurrierenden Angeboten Ausschau zu halten, und andere Bieter haben Zeit ein entsprechendes Angebot vorzubereiten.

Als Gegenstück zu der Stellungnahme des Managements des Zielunternehmens bietet die Angebotsunterlage eine zentrale Informationsquelle für die Aktionäre des Zielunternehmens. Aus der Anlegerperspektive ist die Pflicht zur Übermittlung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 Abs. 1 WpÜG mit den entsprechenden inhaltlichen Anforderungen des § 11 WpÜG als zentrales Instrument der Informationsbeschaffung positiv zu bewerten. Darüberhinaus sind insbesondere die ergänzenden Angaben nach § 11 Abs. 3 S. 3 Nr. 1 und 4 WpÜG dazu geeignet, Unsicherheiten und Transaktionskosten, durch die Gewährleistung einer gesicherten Finanzierung der Übernahme, zu senken. Die nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG zu veröffentlichen Informationen zu der, von dem Bieter verfolgten Unternehmensstrategie und anderer, das Unternehmen betreffende Maßnahmen, sind von großer Bedeutung für die Anlageentscheidung der Aktionäre des Zielunternehmens. Denn diese Angaben ermöglichen ihnen, Vergleiche zwischen der Unternehmensführung durch das amtierende Management und der von dem Bieter zu erwartenden Strategie, im Hinblick auf deren Nutzenerwartungen, anzustellen. Zudem werden in den Angaben mögliche negative Folgen der Übernahme für die übrigen Stakeholder offengelegt. Die Angaben nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG über Geldleistungen oder andere geldwerte Vorteile, die Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern des Zielunternehmens gewährt oder in Aussicht gestellt werden, entfalten schließlich positive Wirkungen, da die möglichen Hintergründe von opportunistischem Verhalten des Managements offengelegt werden. Im Zusammenhang mit den Informationspflichten zu der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und der, mit der Akquisition verfolgten, Unternehmensstrategie des Bieters ist jedoch zu beachten, dass diese auch einen negativen Anreiz zur Abgabe von Übernahmeangeboten schaffen können und die Aktivität am Markt für Unternehmenskontrolle beeinträchtigen kann.¹²⁰⁷

¹²⁰⁶ Vgl. *Coppik* (2007), S.191.

¹²⁰⁷ Vgl. *Coppik* (2007), S.192.

Durch die Wasserstandsmeldungen nach § 23 Abs. 1 WpÜG wird den Aktionären des Zielunternehmens eine Möglichkeit gegeben, während des Übernahmeverfahrens den Angebotsverlauf und die Erfolgsaussichten des Angebots einzuschätzen. Damit wird die Drucksituation infolge des Gefangenendilemmas abgemildert.

Zusammenfassend kann also festgestellt werden, dass die Informationspflichten des Bieters dazu beitragen, den Aktionären eine fundierte Entscheidung über die Annahme des Übernahmeangebots zu ermöglichen und gleichzeitig den Entscheidungsdruck zugunsten der Annahme des Angebots senken.

10.2.6 Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung

Gemäß § 32 WpÜG ist der Bieter verpflichtet, ein Übernahmeangebot als Vollangebot abzugeben. Übernahmeangebote, die sich lediglich auf einen Teil der Aktien des Zielunternehmens erstrecken, sind damit nicht zulässig. Die Regelung zielt auf die Garantie einer preislichen Gleichbehandlung der Angebotsadressaten. Dürfte nämlich der Bieter sein Übernahmeangebot auf die, zur Kontrollerlangung erforderliche Stückzahl beschränken, so könnte er den Aufwand der angestrebten Übernahme auf ein Minimum beschränken, indem er nach Überschreiten der Kontrollschwelle einen möglicherweise eintretenden Kursverlust der übrigen Anteile abwartet, und den Restbestand mit Hilfe eines Zweitangebots zu einem günstigeren Preis erwirbt.¹²⁰⁸ Flankiert wird die Vollangebotspflicht von der Mindestpreisregelung des § 31 WpÜG. Gemäß § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 4 S. 1 und § 5 Abs. 1 AngVO hat die, im Übernahmeangebot vorgesehene Gegenleistung mindestens dem Börsenkurs der letzten drei Monate, und mindestens dem Wert der höchsten, von dem Bieter innerhalb der letzten drei Monate gezahlten Gegenleistung zu entsprechen. Sowohl die Vollangebotspflicht als auch die Mindestpreisregelung sind rechtspolitisch stark umstritten.¹²⁰⁹

Grundsätzlich anerkannt ist, dass Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung dazu beitragen, die Drucksituation der Aktionäre des Zielunternehmens zugunsten der Annahme des Erstangebots abzumildern. Durch das Verbot von Teilangeboten wird ein Wettlauf der Aktionäre um die Annahme des Angebots verhindert. Zudem müssen die Aktionäre nicht befürchten, als Minderheitsaktionäre in dem

¹²⁰⁸ Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 32 Rn.1.

¹²⁰⁹ Vgl. grundlegend *Hecker* (2004), S.198ff.; *Mühle* (2002), S.261ff.; *Reul* (1991b); *Wymeersch* (2002), S.520ff.; zu dem Streitstand *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Oechsler* (2003), § 31 Rn.1ff.; kritisch *Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer* (1990), S.67; *Coppik* (2007), S.225ff.; *Mülbart* (2001), S.1224; zu alternativen Ansätzen im US-amerikanischen Recht *Herkenroth* (1994), S.120ff.

Zielunternehmen verbleiben zu müssen, und gegebenenfalls zur Annahme eines weniger attraktiven Zweitangebots gezwungen zu sein.¹²¹⁰ Die Mindestpreisregelung wird in erster Linie damit gerechtfertigt, dass es dem Bieter nicht möglich sein soll, ohne Gegenleistung auf die, in den Anteilen an dem Zielunternehmen verkörpert Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre zuzugreifen. In diesem Zusammenhang dient die gleichmäßige Verteilung der Kontrollprämie dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts, indem sie die Investition in börsennotierte Aktiengesellschaften für Kleinanleger attraktiver macht und damit die Kapitalsammel-funktion der Aktiengesellschaft fördert.¹²¹¹

Kritisiert wird an diesen Regelungen insbesondere, dass durch sie die Finanzierungskosten gesteigert und kooperativen Überschüsse verringert werde. Dies verteuere Übernahmen verteuern und führe zu einer effizienz mindernden Einschränkung der Aktivität am Markt für Unternehmenskontrolle.¹²¹² Die Aussage, dass ein Rückgang der Aktivität am Markt für Unternehmenskontrolle einen Effizienzurückgang zur Folge habe, ist jedoch zu pauschal. Denn unter Allokationsgesichtspunkten ist nur ein Optimum, nicht aber ein Maximum an Kontrolltransaktionen wünschenswert, und eine bloße zahlenmäßige Verringerung von Transaktionen muss keineswegs zu Effizienzeinbußen führen.¹²¹³ Somit können die Regelungen auch zu der Vermeidung ineffizienter Übernahmen beitragen. Muss nämlich ein Bieter damit rechnen, das Zielunternehmen vollständig zu übernehmen und alle Aktien zum selben Preis zu erwerben, so kann er nicht darauf vertrauen, Sonder-vorteile zu Lasten der verbleibenden Aktionäre zu ziehen und damit seine Erwerbskosten zu externalisieren. Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung tragen also dazu bei, dass ein Kontrollwechsel nur dann stattfindet, wenn die Übernahme ausreichenden Mehrwert schafft, um allen Aktionären die Kontrollprämie zu zahlen. Dadurch sinkt die Wahrscheinlichkeit ineffizienter Unternehmensübernahmen.¹²¹⁴

Allerdings ist es nicht zu leugnen, dass Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung einen regulatorischen Eingriff in den Mechanismus des Markts für Unternehmenskontrolle darstellen. Zudem sind die Regelungen wenig flexibel und insbesondere die Mindestpreisregelung ist sehr unbestimmt. Zwar lässt sich mangels sichererer Erkenntnisse keine eindeutige Beurteilung der Effekte beider Regelun-

¹²¹⁰ Vgl. grundlegend *Bebchuk* (1988), S.371ff.

¹²¹¹ Vgl. *Birke* (2006), S.183; *Mühle* (2002), S.379.

¹²¹² Vgl. *Coppik* (2007), S.226.

¹²¹³ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.291.

¹²¹⁴ Vgl. *Rühland* (2003), S.1152.

gen treffen, doch ist zumindest nicht ausgeschlossen, dass sich positive Effekte durch die Zurückdrängung ineffizienter Kontrollwechsel und den Schutz von Kleinaktionären haben können.¹²¹⁵ Ökonomisch zu rechtfertigen wären Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung wegen ihres ausgeprägten marktregulatorischen Charakters nur dann, wenn innerverbandliche Regeln keinen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gewährleisten.¹²¹⁶

10.3 Zusammenfassende Gesamtbewertung im Hinblick auf die Regelungsprobleme

Nachfolgend werden die Vorschriften des § 33 und § 33 a WpÜG, unter Berücksichtigung der Wirkung der flankierenden und ergänzenden Regelung, einer Gesamtbewertung im Hinblick auf deren Geeignetheit zur Lösung der Regelungsprobleme unterzogen.

10.3.1 Wahrung des Unternehmensinteresses

Nach dem in der vorliegenden Arbeit vertretenen Verständnis des Unternehmensinteresses hat der Vorstand gemäß dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, unter der Bedingung der bestmöglichen Wahrung der Interessen der übrigen Stakeholder, das Unternehmen im Interesse der Anteilseigner zu leiten.¹²¹⁷ Die Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse ist auch in § 3 Abs. 3 WpÜG statuiert. Es wurde bereits dargelegt, dass eine Wahrung des Unternehmensinteresses aber auch unabhängig von dessen positiver Kodifizierung geboten sein kann. Denn ein Tätigwerden des Vorstands im Übernahmeverfahren kann in bestimmten Fällen, wegen einer möglichen Steigerung des Unternehmenswertes und der Kontrollprämie, durchaus im Interesse der Anteilseigner liegen. Ist es dem Vorstand während des Übernahmeverfahrens nicht möglich im Unternehmensinteresse zu handeln, so kann das die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gefährden. Zudem besteht die Gefahr, dass für den Fall, dass das Unternehmensinteresse im Übernahmeverfahren nicht ausreichend berücksichtigt wird, eine Kompetenzlücke entsteht, die von dem Bieter strategisch zulasten aller Stakeholder ausgenutzt werden kann. Darüberhinaus macht die fehlende Möglichkeit, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, das Management für die Verfolgung kurzfristiger Unternehmensstrategien anfällig. Denn es muss befürchten, einer Übernahme ausgesetzt zu sein, wenn mittel- oder langfristig angelegte Strategien nicht

¹²¹⁵ Vgl. *Birke* (2006), S.183.

¹²¹⁶ Vgl. *Mühle* (2002), S.380.

¹²¹⁷ Vgl. Gliederungspunkt 6.1.2.1.2.

unmittelbaren Erfolg zeigen und sich im Börsenkurs niederschlagen.¹²¹⁸ Im Hinblick auf die Interessen der übrigen Stakeholder ist zudem zu berücksichtigen, dass eine Vernachlässigung des Unternehmensinteresses im Übernahmeverfahren für diese nicht durch eine entsprechend günstige Ausgestaltung der *exit*-Ebene kompensiert werden kann.

Bei der Wirkungsanalyse konnte festgestellt werden, dass mit § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG ein gewisser Handlungsspielraum für den Vorstand geschaffen wird, der zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes und damit zur Wahrung des Unternehmensinteresses geboten ist. Allerdings ist das eigenmächtige Ergreifen solcher Maßnahmen nicht möglich, die aufgrund der durch das Übernahmeangebot neu geschaffenen Informationslage geboten wären. Im Zusammenhang mit dem Inhalt des Unternehmensinteresses ist auch die Regelung § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG problematisch. Denn der Aufsichtsrat erteilt seine Ermächtigung mit einfacher Mehrheit. Dies führt wegen der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats mit Aktionärs- und Arbeitnehmervertretern zu der Gefahr einer Unterrepräsentation der Aktionärsinteressen bei entsprechenden Entschlüssen. Wegen der stark eingeschränkten Praktikabilität der Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs. 2 WpÜG und der ad-hoc Beschlüsse, sind die Möglichkeiten der Anteilseigner, in ihrem Interesse Einfluss auf das Übernahmeverfahren zu nehmen, stark beschränkt. Damit kann festgestellt werden, dass § 33 WpÜG den Ansprüchen an die Wahrung des Unternehmensinteresses nur in sehr geringem Ausmaß genügt.

Im Rahmen des, im Vergleich zu § 33 WpÜG, strenger ausgestalteten § 33 a WpÜG bleibt noch weniger Raum für die Wahrung des Unternehmensinteresses. In Ermangelung der Möglichkeit einer Aufsichtsratsermächtigung können die Interessen der übrigen Stakeholder keine Berücksichtigung im Übernahmeverfahren finden. Vorratsbeschlüsse sieht § 33 a WpÜG nicht vor, und ad-hoc Beschlüssen der Hauptversammlung nach § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG sind von geringer praktischer Relevanz. Damit werden auch die Anteilseignerinteressen nicht ausreichend in den Übernahmeprozess einfließen können. Dies hat letztlich zur Folge, dass eine Kompetenzlücke entsteht, und das Zielunternehmen dem Übernahmeangebot weitestgehend verteidigungslos ausgeliefert ist. Dieser Umstand kann von dem Bieter strategisch zulasten des Unternehmens ausgenutzt werden. Im Vergleich zu § 33 WpÜG ist die Wahrung des Unternehmensinteresses im Rahmen des § 33 a WpÜG noch weniger gewährleistet. Soweit es dem Vorstand nicht möglich ist, Maßnahmen im Unternehmensinteresse zu ergreifen, wird er auch nicht dem Behinderungsverbot nach § 3 Abs. 4 WpÜG entsprechen können.

¹²¹⁸ Vgl. *Coppik* (2007), S.260.

Insoweit steht § 33 und § 33 a WpÜG in einem Wertungswiderspruch zu § 3 Abs. 4 WpÜG.

Hinsichtlich der flankierenden und ergänzenden Regelungen vermag die Stellungnahme des § 27 WpÜG der Wahrung des Unternehmensinteresses insofern zu dienen, als das Management das Übernahmeangebot im Sinne des Unternehmensinteresses bewerten kann, und diese Bewertung als wichtige Informationsgrundlage in die Verkaufsentscheidung der Aktionäre mit einfließt.

Die übrigen zuvor untersuchten flankierenden und ergänzenden Regelungen dienen vor allem der Abschwächung des Entscheidungsdrucks auf die Aktionäre. Damit tragen sie zunächst einmal zur Wahrung der Interessen der Aktionäre, als wichtigste, von dem Unternehmensinteressen umfasste Stakeholdergruppe bei. Das kann sich mittelbar positiv auf das gesamte Unternehmensinteresse auswirken, wenn wiederum solche Aktionäre, die an einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung interessiert sind, nicht infolge des Entscheidungsdrucks das Übernahmeangebot, entgegen ihrer eigentlichen Präferenzen, annehmen müssen, obwohl sie der Überzeugung sind, dass die Wahrung des Unternehmensinteresses im Rahmen der bestehenden Kontrollstrukturen besser gewährleistet wäre.

10.3.2 Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz

Zur Sicherung und Förderung eines effizienten Kapitalmarkts bedarf es des langfristigen Vertrauens der Anleger in dessen Stabilität und Integrität.¹²¹⁹ Für die Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements im Rahmen von Unternehmensübernahmen stellt sich aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive damit die Frage, wie die Verhaltenspflichten ausgestaltet sein müssen, damit die, für die Vertrauensbildung der Anleger wesentlichen Faktoren möglichst gering beeinträchtigt werden und der Individualschutz gewährleistet wird.

Diesem Anspruch wird § 33 WpÜG nicht gerecht. Denn der Vorstand ist wegen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht grundsätzlich nicht in der Lage, eigenmächtig Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, die dem Unternehmen und den Aktionären zum Vorteil gereichen. Die Möglichkeiten der Anleger auf das Übernahmeverfahren Einfluss zu nehmen sind ebenfalls stark beschränkt. So stellen die Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs. 2 WpÜG, wegen der Schwächen des Aktionärsstimmrechts, zu erwartender Kursverluste infolge der übernahmefeindlichen Ausrichtung des Unternehmens und des, seiner Natur nach, pauschalen Charakters der Beschlüsse, der eigennützigem Verhalten des Managements förderlich sein kann,

¹²¹⁹ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.1.

für die Aktionäre grundsätzlich keinen attraktiven Mechanismus zur Verfügung, um ihre Interessen in das Übernahmeverfahren einzubringen. Im Zusammenhang mit ad-hoc Beschlüssen kommen ebenfalls die grundsätzlichen Schwächen des Aktionärsstimmrechts zum Tragen. Daneben schränken die, wenn auch durch § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG verkürzten Ladungsfristen zur Abwehrhauptversammlung sowie die Anfechtungsgefahr die, angesichts eines Übernahmeangebots gebotene Flexibilität und Praktikabilität der Regelungen ein. Somit kommt die größte praktische Bedeutung den Aufsichtsratsbeschlüssen nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG zu, bei denen die Interessen der Anleger jedoch nicht ausreichend Beachtung finden. Allein die Suche nach einem konkurrierenden Angebot vermag den Interessen der Anleger an einer hohen Übernahmeprämie dienen zu können. Angesichts des Entscheidungsdrucks der Anleger zugunsten der Annahme des Übernahmeangebots und der fehlenden Möglichkeit des Managements als Agent der Anleger deren Interessen im Übernahmeverfahren zu vertreten, kommt der Anlegerschutz im Rahmen des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG zu kurz.

Vor dem Hintergrund dieser allgemeinen Darstellung kann hinsichtlich der, für das Anlegervertrauen wesentlichen Faktoren folgendes festgestellt werden: Das Kriterium des allokativen Funktionsschutzes wird insbesondere dadurch beeinträchtigt, dass Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs. 2 WpÜG aufgrund der Tatsache, dass sie zeitlich vor der Abgabe eines Übernahmeangebots liegen und demnach die konkreten Umstände des Angebots nicht berücksichtigen, eigennützigem Verhalten des Vorstands förderlich sein können. Darüberhinaus werden von § 33 WpÜG weder die Interessen der Anteilseigner, noch die Interessen der übrigen Stakeholder ausreichend berücksichtigt. Es besteht deshalb die Gefahr, dass der Bieter diesen Umstand ausnutzt, um die Stakeholder auszubeuten. Ist das der Fall, so ist nicht mehr gewährleistet, dass Unternehmensübernahmen allein aus Effizienzgründen stattfinden. Infolgedessen ist die allokativen Wirkung des Kapitalmarkts gefährdet. § 33 WpÜG wird dem Kriterium des allokativen Funktionsschutzes nicht hinreichend gerecht.

Das Kriterium des institutionellen Funktionsschutz betrifft die Sicherstellung der Liquidität der Aktionen am Kapitalmarkt. Erfolgen Verteidigungsmaßnahmen nicht im Interesse der Anteilseigner, so führt das dazu, dass die Option, die Aktien an den Bieter zu verkaufen, beeinträchtigt wird, ohne dass die Anleger hierfür durch andere Vorteile kompensiert werden. Es konnte gezeigt werden, dass es dem Vorstand im Rahmen des § 33 WpÜG durchaus möglich ist, aus eigennützigen Motiven gegen das Übernahmeangebot vorzugehen, womit der institutionelle Funktionsschutz beeinträchtigt wird. Dem institutionellen Funktionsschutz förderlich ist indes die Möglichkeit zur Suche nach einem konkurrierenden Angebot und die grundsätzliche Stärkung des Austrittsrechts, insbesondere durch die Vollangebotspflicht und die Mindestpreisregelung.

Dem operationale Funktionsschutz trägt § 33 WpÜG deshalb nicht ausreichend Rechnung, weil die Regelung den Schwächen des Aktionärsstimmrechts und dem Gefangenendilemma, dem sich die Aktionäre im Übernahmeverfahren ausgesetzt sehen, nicht beizukommen vermag. Dies hat zur Folge, dass die Aktionäre unverhältnismäßig hohe Kosten auf sich nehmen müssen, um gegenüber dem Übernahmeangebot eine fundierte Entscheidung treffen zu können.

Der fehlende Anlegerschutz im Rahmen des § 33 WpÜG hat einen Vertrauensverlust der Anleger und eine entsprechende Abnahme der Aktivität am Übernahmemarkt zur Folge, was sich schließlich negativ auf die Kapitalmarkteffizienz auswirkt.

Im Falle eines *opt-in* in die europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach § 33 a WpÜG verstärkt sich dieser Effekt noch weiter, da die Interessen der Anleger nicht einmal über die, diesen nur bedingt Rechnung tragenden Aufsichtsratsermächtigungen, Berücksichtigung finden. Wenn der strengeren Ausgestaltung der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht in § 33 a WpÜG zugutegehalten wird, sie fördere den Anlegerschutz und die Kapitalmarkteffizienz dadurch, dass die Regelung den Spielraum des Vorstands für ex-post opportunistisches Verhalten weiter einschränke, so wird übersehen, dass § 33 a WpÜG faktisch zu einer Kompetenzlücke hinsichtlich dem Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen führt, die dem Zielunternehmen gegenüber einem Übernahmeangebot die Möglichkeit zur Verteidigung nimmt. Dies führt dazu, dass Übernahmeprämien zu gering ausfallen können und/oder ineffiziente Unternehmensübernahmen zustande kommen.

Was die flankierenden und ergänzenden Maßnahmen betrifft, so sind zunächst die das Informationsproblem der Anleger bei ihrer Verkaufsentscheidung betreffenden Regelungen der §§ 27 und 28 WpÜG sowie die Informationspflichten des Bieters von Bedeutung. Sie fördern die Möglichkeit der Anleger, informiert über das Angebot entscheiden zu können und reduzieren Informationsasymmetrien, die von dem Management des Zielunternehmens oder dem Bieter zulasten der Anleger ausgenutzt werden können. Damit dienen die Regelungen dem operationalen Funktionsschutz. Die weitere Annahmefrist nach § 16 Abs. 2 WpÜG sowie die Vollangebotspflicht und Mindestpreisregelung sind bedingt geeignet, den Entscheidungsdruck auf die Anleger zu reduzieren und den institutionellen Funktionsschutz zu stärken. Jedoch können die Vorschriften die Defizite des § 33 und § 33 a WpÜG, die sich aus der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Managements und der Schwäche des Aktionärsstimmrechts ergeben, nicht beheben oder kompensieren. Denn ein nicht verzerrter Übernahmeprozess mit einer angemessenen Übernahmeprämie und einer, den Präferenzen der Anleger entsprechenden, Entscheidung über die Annahme des Angebots ist nur dann möglich, wenn sich das Zielunternehmen gegen das Übernahmeangebot verteidigen kann. Ansonsten ist mit einem marktschädigenden Vertrauensverlust der Anleger zu rechnen.

10.3.3 Schaffung eines *level playing field*

Im Zusammenhang mit dem kapitalmarktrechtlichen Regelungsanliegen der Schaffung eines *level playing field* stellt sich das Problem, dass dann, wenn zwei Jurisdiktionen unterschiedlich strenge Regelungen zu dem Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen vorsehen, das Zielunternehmen aus der Jurisdiktion, die strengere Regelungen zu Verteidigungsmaßnahmen vorschreibt, diskriminiert wird.¹²²⁰ Dies führt zu nachteiligen Verzerrungen des internationalen bzw. europäischen Kapitalmarkts und zu einer Beeinträchtigung des Preis- und Allokationsmechanismus des Markts für Unternehmenskontrolle. Auf der internationalen Ebene ist es hinsichtlich der Schaffung eines *level playing field* problematisch, dass es an einer zentralen gesetzgeberischen Instanz fehlt, weshalb die Harmonisierung lediglich durch reaktive Anpassungsprozesse an die Regelungen anderer, besonders wichtiger, Jurisdiktionen möglich ist. Auf europäischer Ebene ist eine Lösung dieses Anliegens im Wege der einheitlichen Gesetzgebung leichter, jedoch besteht hier das Problem, dass eine einheitliche Regelung wegen der Heterogenität der jeweiligen nationalen Jurisdiktionen in komplementären Regelungsbereichen, wie beispielsweise den gesellschaftsrechtlichen Vorfeldregelungen, Schwierigkeiten bereitet.

Die Wirkungsanalyse des § 33 WpÜG hat gezeigt, dass in der Praxis, neben der Zulässigkeit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot, in erster Linie die Aufsichtsratsermächtigung als Ausnahme von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht von Bedeutung sein wird. Infolgedessen ist durchaus vorstellbar, dass ein deutsches Unternehmen in der Lage sein wird, sich gegen ein Übernahmeangebot zu wehren, soweit es nicht von der Möglichkeit zum *opt-in* Gebrauch gemacht hat. Gegenüber einem Unternehmen, dessen Jurisdiktion keine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht vorsieht, bestünde jedoch nach wie vor eine Diskriminierungsgefahr. Im Falle eines *opt-in* in § 33 a WpÜG ist die Diskriminierungsgefahr infolge der faktischen Verteidigungslosigkeit eines Zielunternehmens noch erheblich höher. Allerdings sorgt der Vorbehalt der Gegenseitigkeit nach § 33 c WpÜG dafür, dass die Folgen eines *opt-in* im Hinblick auf die negativen Effekte einer fehlenden Waffengleichheit nicht zu gravierend sind. Denn nach dieser Vorschrift kann die Hauptversammlung eines Zielunternehmens beschließen, dass trotz des *opt-in* § 33 WpÜG gilt, wenn ein Bieter einer, dem § 33 a Abs. 2 WpÜG entsprechenden Regelung nicht unterliegt.

Als flankierende Regelung zu den Vorschriften des § 33 und § 33 a WpÜG sieht die europäische Durchbrechungsregel in § 33 b WpÜG vor, dass die Satzung eines

¹²²⁰ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.2.

Zielunternehmens bestimmen kann, dass bestimmte, in der Satzung des Zielunternehmens vorgesehene oder vertraglich vereinbarte Beschränkungen der Übertragbarkeit von Aktien oder der Ausübung von Stimmrechten im Übernahmefall nicht gelten. Zwar ist diese Regelung grundsätzlich geeignet, zu der Schaffung eines *level playing field* beizutragen, doch ein einsprechendes *opt-in*, dass zum Greifen der Regelung nach § 33 b Abs. 1 WpÜG notwendig ist, wird sehr unwahrscheinlich sein.¹²²¹ In der Praxis ist von der Vorschrift also keine beachtenswerte Förderung des Anliegens zur Schaffung eines *level playing field* zu erwarten.

Zu beachten ist schließlich, dass die Übernahmerichtlinie eine Bandbreite von unterschiedlich strengen Regelungen zu der Ausgestaltung der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten zulässt.¹²²² Indem die Möglichkeit besteht, die strenge europäische Neutralitäts- und Stillhaltepflicht durch das *opt-out* zu umgehen, werden die einzelnen Staaten einen Anreiz haben, durch das *opt-out* solche Regelungen zu statuieren, die ihren nationalen Interessen am ehesten entsprechen. Dies können zum einen protektionistische, weniger strenge Verhaltensvorschriften sein, womit am ehesten zu rechnen ist, oder strengere Vorschriften, die Unternehmensübernahmen attraktiver machen. Es ist nicht ersichtlich, warum sich ein Staat allein der vorgegebenen europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht unterwerfen sollte, wenn er die Möglichkeit hat, auf seine Interessen angepasste Regelungen zu gestalten, und es den Unternehmen überlassen werden kann, sich für oder gegen das europäische Regimen zu entscheiden. Mit dem Optionsmodell wird also letztlich das Ziel der Schaffung eines *level playing field* im Wege der einheitlichen Gestaltung der Verhaltenspflichten auf Europäischer Ebene verfehlt, und die ÜRL fällt in dieser Hinsicht hinter den gesetzgeberischen Möglichkeiten der Europäischen Union zur Schaffung einheitlicher Regelungen zurück.

Die Vorschriften des WpÜG (und der ÜRL) vermögen deshalb dem, aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive gebotenen Ziel der Schaffung eines *level playing field* weder auf europäischer noch auf internationaler Ebene im regulatorisch möglichen Umfang gerecht zu werden. Infolgedessen besteht die Gefahr, dass die Regelungen insbesondere in einem Systemwettbewerb mit der US-amerikanischen Business Judgment Rule unterliegen.¹²²³ Vor diesem Hintergrund könnten sich die

¹²²¹ Vgl. Gliederungspunkt 10.2.1.

¹²²² Vgl. Gliederungspunkt 9.3.4.2.

¹²²³ Vgl. Gordon (2003), *Kirchner* (2000b), S.1829; Arbeitsdokument des Ausschusses für Recht und Binnenmarkt des Europäischen Parlaments DT/409174DE.

betroffenen Länder veranlasst sehen, marktschädigende regulatorische Übernahmehindernisse zu schaffen.¹²²⁴

10.3.4 Die Zielkonflikte zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht

Zwischen dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht auf der einen und dem Kapitalmarktrecht auf der anderen Seite besteht ein Zielkonflikt hinsichtlich der Schutzobjekte.¹²²⁵ Im Unternehmens- und Gesellschaftsrecht steht der Aktionärschutz und im Kapitalmarktrecht der Anlegerschutz im Vordergrund. Der Anlegerschutz zielt auf die, durch Vermögensrechte vermittelte Vermögensposition im Unternehmen. Der Fokus des Aktionärsschutzes liegt indes auf der, in dem Stimmrecht verkörperten Möglichkeit zur Mitwirkung an der verbandlichen, auf die Verfolgung des gemeinsamen Zwecks ausgerichteten Willensbildung. Infolge dieser unterschiedlichen Zielrichtungen kommt es - je nach eingenommener Perspektive - zu einer anderen Bewertung der Handlungsebenen Abstimmungsteilhabe und Austrittsrecht. Auch ist die aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive bestehende Pflicht des Vorstands zur Berücksichtigung von anderen Interessen als denen der Aktionäre aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive nicht generell gegeben.

Diesem Zielkonflikt werden die Regelungen des § 33 und § 33 a WpÜG nicht gerecht. Denn diese privilegieren eindeutig das Austrittsrecht gegenüber der Abstimmungsteilhabe. Dies ist zunächst darauf zurückzuführen, dass der Möglichkeit der ad-hoc Beschlüsse, als Ausprägung der Abstimmungsteilhabe, weder im Rahmen des § 33 noch des § 33 a WpÜG eine praktische Relevanz zukommt. Gleiches gilt für die Vorratsbeschlüsse i.S.d. § 33 Abs. 2 WpÜG. In der Praxis von Bedeutung ist lediglich die nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG über den Aufsichtsrat vermittelte Abstimmungsteilhabe, die allerdings nicht der Interessengewichtung des Unternehmensinteresses zugunsten der Aktionäre gerecht wird. Eine Abstimmungsteilhabe im Rahmen des Übernahmeverfahrens ist den Aktionären damit im Falle des § 33 WpÜG faktisch überhaupt nicht möglich und im Falle des § 33 a WpÜG lediglich vermittelt und nicht interessengerecht.

Auf der anderen Seite erfährt das Austrittsrecht im Übernahmeverfahren insbesondere durch die weitere Annahmefrist nach § 16 Abs. 2 WpÜG sowie die Vollangebotspflicht und die Mindestpreisregelung, aber auch durch die Informationspflichten des Managements des Zielunternehmens und des Bieters eine

¹²²⁴ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.384ff.

¹²²⁵ Vgl. Gliederungspunkt 6.3.2.1.

begrüßenswerte Stärkung. Es kann somit festgestellt werden, dass die Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Managements, sowie die ergänzenden und flankierenden Regelungen, das Austrittsrecht privilegieren bzw. die Abstimmungsteilnahme vernachlässigen.

Ein Zielkonflikt zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht besteht auch hinsichtlich der Frage, inwieweit Interessen von anderen Personengruppen als den Aktionären bzw. Anlegern im Übernahmeverfahren zu berücksichtigen sind.¹²²⁶ Aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive hat das Management auf jeden Fall die Interessen anderer Stakeholder zu berücksichtigen, aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive ist die Berücksichtigung dieser Interessen keineswegs zwingend. Nach den Vorschriften des § 33 und § 33 a WpÜG ist es dem Vorstand nur sehr begrenzt möglich, eigenständig im Unternehmensinteresse tätig zu werden und damit auch in Einklang mit den Interessen der übrigen Stakeholder zu handeln. Die Interessen der Arbeitnehmer als wichtigste Stakeholdergruppe nach den Aktionären, finden im Rahmen der Aufsichtsratsermächtigung Berücksichtigung. Hier besteht allerdings die Gefahr, dass es zu einer Überrepräsentation der Arbeitnehmerinteressen kommt.

10.3.5 Der zeitlich begrenzte Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen

Durch den zeitlich begrenzten Anwendungsbereich übernahmerechtlicher Regelungen besteht die Gefahr, dass öffentliche Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration privilegiert werden¹²²⁷ und es zu Friktionen zwischen einem Übernahmerecht und Vorfeldmaßnahmen kommt, die dem unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungskreis unterfallen.¹²²⁸ Übernahmerechtliche Regelungen müssen diese Regelungsprobleme berücksichtigen, um Systembrüche zu vermeiden.

Dadurch, dass es im Rahmen des § 33 und § 33 a WpÜG, mit Ausnahme der Aufsichtsratsermächtigung des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG, keine Möglichkeit gibt, Verteidigungsmaßnahmen im Unternehmensinteresse zu ergreifen, solange nicht die Hauptversammlung den Vorstand dazu ermächtigt, werden öffentliche Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration privilegiert. Denn im Rahmen anderer Formen der Unternehmenskonzentration ist

¹²²⁶ Vgl. Gliederungspunkt 6.3.2.1.2.

¹²²⁷ Vgl. Gliederungspunkt 6.3.2.2.1

¹²²⁸ Vgl. Gliederungspunkt 6.3.2.2.2.

es dem Vorstand, im Gegensatz zur Situation bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in einem weiteren Umfang gestattet, Maßnahmen im Unternehmensinteresse entsprechend seiner Pflichtenstellung zu ergreifen.

Was die möglichen Friktionen übernahmerechtlicher Zielsetzungen mit Vorfeldmaßnahmen betrifft, so kann § 33 b WpÜG als Versuch gesehen werden, diesem Problem beizukommen, indem Stimmrechtsbeschränkungen und Mehrstimmrechte durch die Satzung des Zielunternehmens für den Fall eines Übernahmeangebots ausgesetzt werden können. Da jedoch nicht zu erwarten ist, dass sich ein potentiell Zielunternehmen selbst einem solchen beschränkenden Regimen unterwirft,¹²²⁹ ist von dieser Regelung keine signifikante Wirkung zu erwarten. Dem Problem möglicher Systembrüche auf nationaler und internationaler werden die untersuchten Regelungen folglich nicht gerecht.

10.3.6 Corporate Governance und die positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen

Aus der Perspektive der Corporate Governance müssen übernahmerechtliche Regelungen gewährleisten, dass die Ausgestaltung der Kompetenzen zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen so erfolgt, dass deren positive ökonomische Effekte realisiert werden und es nicht zu faktischen Kompetenzlücken kommt, die der Bieter strategisch zulasten des Zielunternehmens ausnutzen kann. Bei der Regulierung der Verhaltenspflichten des Vorstands muss stets berücksichtigt werden, dass die möglichen positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen nicht durch die Abnahme der disziplinierenden Wirkung von Unternehmensübernahmen und den daraus resultierenden Agenturkosten überkompensiert werden dürfen.¹²³⁰

Es konnte gezeigt werden, dass die Regelungen des § 33 und § 33 a WpÜG nur wenig Raum für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen lassen. Neben der Suche nach einem konkurrierenden Angebot und Werbemaßnahmen, können Verteidigungsmaßnahmen nur dann ergriffen werden, wenn der Vorstand dazu ermächtigt wurde. Wegen der geringen praktischen Relevanz von ad-hoc Beschlüssen und Vorratsbeschlüssen ist lediglich bei der Anwendung des § 33 WpÜG die Möglichkeit gegeben, dass sich das Zielunternehmen auf der Grundlage einer Aufsichtsratsermächtigung i.S.d. § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG gegen ein Übernahmeangebot wehren kann. Die gesetzliche Ausgestaltung der Aufsichtsratsbeschlüsse ist jedoch wegen der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats mit Akti-

¹²²⁹ Vgl. Gliederungspunkt 10.2.1.

¹²³⁰ Vgl. Gliederungspunkt 7.2.

onärs- und Arbeitnehmervertretern in Verbindung mit dem einfachen Mehrheitserfordernis zur ausgewogenen Wahrung des Unternehmensinteresses nicht geeignet. Zudem kann es Interessensverflechtungen zwischen den Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats kommen.¹²³¹ Deshalb ist nicht zu erwarten, dass die Aufsichtsratsermächtigung in der Form des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG die Realisierung der positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen fördert. Im Falle des *opt-in* in § 33 a WpÜG steht das Zielunternehmen dem Übernahmeangebot faktisch verteidigungslos gegenüber, und die dadurch entstehende Kompetenzlücke kann von dem Bieter zum Nachteil des Zielunternehmens ausgenutzt werden.

Auf der anderen Seite trägt die grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht der § 33 und § 33 a WpÜG dazu bei, ex-post opportunistisches Verhalten des Vorstands einzudämmen und stärkt damit zugleich die Disziplinierungsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle. Dies ist zwar positiv zu bewerten, doch muss gesehen werden, dass diese Effekte in der bestehenden gesetzlichen Ausgestaltung zugleich zu einer ökonomisch nachteiligen Schlechterstellung des Unternehmens durch die eingeschränkten Möglichkeiten zur effektiven Verteidigung gegen Übernahmeangebote führen. Es stellt sich damit die Frage, ob nicht eine andere Ausgestaltung der Regelungen eine ähnlich effektive Kontrolle des Managements bei gleichzeitiger Möglichkeit zur Realisierung der positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen ermöglicht.

10.4 Abschließende Stellungnahme

In den vorangegangenen Untersuchungen konnte gezeigt werden, dass die Regelungen des § 33 und § 33 a WpÜG in weiten Teilen nicht zur Lösung der Regelungsprobleme beitragen können.

§ 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG ist insbesondere dahingehend zu kritisieren, dass es im Rahmen der Regelung dem Vorstand nicht möglich ist, auf die mit dem Übernahmeangebot neu geschaffene Informationslage zu reagieren. Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG ist indes durchweg positiv zu bewerten. Die Aufsichtsratsermächtigung nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG trägt den Interessen der Anteilseigner wegen des einfachen Mehrheitserfordernisses nicht ausreichend Rechnung und es besteht die Gefahr, dass die Beschlüsse durch Interessensverzahnungen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand zulasten des Unternehmens beeinflusst werden. Was die Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs. 2 WpÜG betrifft, so ist insbesondere zu kritisie-

¹²³¹ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.1.2.3.

ren, dass diese naturgemäß nicht die konkreten Umstände eines, in der Zukunft liegenden Übernahmeangebots berücksichtigen können. Die daraus resultierende Unbestimmtheit der Beschlüsse kann von dem Vorstand zu ex-post opportunistischem Verhalten ausgenutzt werden. Die Möglichkeit der Aktionäre, den Vorstand im Wege von ad-hoc Beschlüssen zu Verteidigungsmaßnahmen zu ermächtigen leidet erheblich unter den Schwächen des Aktionärsstimmrechts und wird, solange die Stimmrechtsabgabe zu Beschlüssen der Abwehrhauptversammlung nicht wesentlich vereinfacht wird, in der Praxis wenig Bedeutung erlangen.

Im Vergleich zu § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG sind die Regelungen des § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 und 3 WpÜG positiver zu bewerten, da der Vorstand im Rahmen dieser Vorschriften bei seiner Geschäftsführungstätigkeit nicht auf die hypothetische Lage ohne Vorliegen eines Übernahmeangebots abzustellen hat. Im Zusammenhang mit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot gemäß § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG und den ad-hoc Beschlüssen gemäß § 33 a Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG kann auf die Ausführungen zu § 33 WpÜG verwiesen werden. Wegen des Fehlens der Möglichkeit zur Aufsichtsratsermächtigung und zu Vorratsbeschlüssen ist die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des § 33 a WpÜG im Vergleich zu der des § 33 WpÜG strenger. Da infolgedessen einem Übernahmeangebot auch nicht auf der Grundlage einer Aufsichtsratsermächtigung begegnet werden kann, entsteht eine faktische Kompetenzlücke in Bezug auf das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen. Diese kann von dem Bieter strategisch zulasten des Zielunternehmens ausgenutzt werden.

Den unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regelungsproblemen werden § 33 und § 33 a WpÜG vor dem Hintergrund dieser Defizite dem zu wahrenen Unternehmensinteresse nicht gerecht. Ebenso wenig sind die Regelungen unter kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten in der Lage, zu einer substantiellen Stärkung des Anlegervertrauens und der Schaffung eines *level playing field* beizutragen. Was die Zielkonflikte zwischen dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht betrifft, so konnte festgestellt werden, dass § 33 und § 33 a WpÜG die Abstimmungsteilhabe nicht ausreichend stärken. Auch schaffen es die Vorschriften nicht, den Problemen beizukommen, die sich aus dem zeitlich begrenzten Anwendungsbereich der übernahmerechtlichen Regelungen ergeben, angemessen zu begegnen. So kommt es zu einer positiven Diskriminierung öffentlicher Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration und zu Systembrüchen infolge der unterschiedlichen Vorfeldregelungen in anderen Jurisdiktionen. Schließlich ist es im Rahmen von § 33 und § 33 a WpÜG, mit Ausnahme der Suche nach einem konkurrierenden Angebot, nur sehr begrenzt möglich, die positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen zu realisieren.

4. Teil: Zu einem nationalen Konzept der Business Judgment Rule als Regelungsalternative

Vor dem Hintergrund der dargestellten Defizite der bestehenden Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, soll in dem abschließenden Teil der Arbeit eine Regelungsalternative auf der Grundlage des Konzepts der Business Judgment Rule entwickelt werden. Hierfür wird zunächst auf die Grundlagen des Konzepts der Business Judgment Rule eingegangen und die US-amerikanische modifizierte Business Judgment Rule für Unternehmensübernahmen diskutiert, wie sie in dem Staat Delaware zur Anwendung kommt. Anschließend wird unter Berücksichtigung der europäischen Dimension des Regelungsgegenstandes untersucht, wie sich das Konzept der Business Judgment Rule für das nationale Übernahmerecht nutzbar machen lässt und ein Formulierungsvorschlag für § 33 WpÜG *de lege ferenda* unterbreitet.

11 Grundlagen zu dem Konzept der Business Judgment Rule

11.1 Der Ursprung des Konzepts in den USA

Der Ursprung des Konzepts der Business Judgment Rule liegt in den USA und gilt heute als Richterrecht in allen wichtigen Jurisdiktionen wie New York, Kalifornien und Delaware.¹²³² Im US-amerikanischen Recht soll die Business Judgment Rule als gesellschaftsrechtliches Institut dem *board of directors* einen Handlungs- und Haftungsfreiraum gewähren, der sie vor Eingriffen der Gerichte in die Unternehmensleitung und vor gerichtlicher Überprüfung unternehmerischer Ermessensentscheidungen im Rahmen von Organhaftungsprozessen schützt.¹²³³

Eine abstrakt-generelle Ausformulierung der Business Judgment Rule findet sich in den Principles of Corporate Governance des American Law Institute. Dort heißt es in § 4.01 (c):

„A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section [duty of care] if the director or officer: (1) is not interested

¹²³² Vgl. Fleischer (2002b), S.833; ausführlich zu der Business Judgment Rule in den USA Merkt/Göthel (2006), S.426ff.

¹²³³ Vgl. Paefgen (2004), S.245.

in the subject of business judgment; (2) is informed with respect to the subject of business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and (3) rationally believes that the business judgment is in the best interest of the corporation.”

Neben der Unbefangenheit des *board* bestehen die Kernelemente der Business Judgment Rule darin, dass die Entscheidung auf der Grundlage stichhaltiger Informationen getroffen worden sein und ein gewisses Maß an Vernünftigkeit erkennen lassen muss.¹²³⁴ Wenn diese – im Wesentlichen formalen – Voraussetzungen für das Eingreifen der Business Judgment Rule erfüllt sind, sehen die Gerichte davon ab, die Entscheidung des *board of directors* am Sorgfaltsstandard zu messen. Das bedeutet, dass das *board*, solange es ein *business judgment* fällt und gewisse formale Mindestanforderungen beachtet, davor geschützt ist, dass ein Richter die Entscheidung inhaltlich überprüft. Missachtet das *board* indes die Mindestanforderungen, entfällt der Schutz und ein Gericht kann die Entscheidung in vollem Umfang inhaltlich überprüfen, wenn ein Betroffener, regelmäßig ein Shareholder, die Entscheidung vor den Richter bringt.¹²³⁵

In prozessualer Hinsicht schafft die Business Judgment Rule eine widerlegbare Vermutung zugunsten des beklagten *board* Mitglieds. Damit liegt die Beweislast zunächst bei den klagenden Shareholdern. Sie müssen nachweisen, dass die Voraussetzungen der Business Judgment Rule nicht erfüllt wurden. Gelingt dieser Beweis, so müssen die Mitglieder des *board's* als Beklagte beweisen, dass die infrage stehende Entscheidung insgesamt, also auch inhaltlich, dem Sorgfaltsstandard entspricht.¹²³⁶

11.2 Rechtsökonomischen Grundlagen der Business Judgment Rule

Zunächst einmal zielt die Business Judgment Rule auf die Schaffung eines ausgewogenen Anreizes für das Management hinsichtlich dessen Geschäftsführungsaufgaben. Aus ökonomischer Perspektive haben Haftungsregeln in erster Linie verhaltenssteuernde Funktionen. Was das Verhalten des Managements betrifft, so sollen sie die Entscheidungsträger dazu veranlassen, die ihnen gesetzlich aufgegebenen Sorgfaltspflichten einzuhalten.¹²³⁷ Diese präventive Wirkung der Haftungs-

¹²³⁴ Vgl. Herkenroth (1994), S.169; Merkt/Göthel (2006), S.429.

¹²³⁵ Vgl. Merkt/Göthel (2006), S.427.

¹²³⁶ Vgl. Merkt/Göthel (2006), S.427.

¹²³⁷ Vgl. grundlegend Easterbrook/Fischel (1991), S.90ff.; hierzu auch Fleischer (2002b), S.829; Merkt/Göthel (2006), S.428f.; Paefgen (2004), S.247.

regeln spielt im Recht der Publikumsgesellschaften eine zentrale Rolle. Denn sie bildet die Antwort des Gesetzgebers auf das Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle und dem daraus resultierenden Prinzipal-Agent Problem.¹²³⁸ Es muss jedoch beachtet werden, dass allzu strenge Sorgfaltspflichten und entsprechend strenge Haftungsregeln dazu führen können, dass Manager, die bei der geringsten Fehlentscheidung Haftungsfolgen zu befürchten haben, angesichts der vielfältigen Schwierigkeiten vor der Entscheidungsfindung, risikoavers agieren, also tendenziell solche Investitionsprojekte wählen, die mit einem geringen Risiko verbunden sind.¹²³⁹ Allerdings setzt ein erfolgreiches Management ein gewisses Maß an Innovation und Risikobereitschaft voraus.¹²⁴⁰ Setzen zu strenge Sorgfaltspflichten und Haftungsregeln einen Anreiz zu risikoaverm Verhalten, so hat dies zunächst negative gesamtwirtschaftliche Allokationswirkungen. Darüberhinaus liegt es aber auch im Interesse der Aktionäre, dass das Management in einem angemessenen Umfang Risiken eingeht. Denn gerade die Gewinnchancen, die mit dem Wagnis unternehmerischer Risiken verbunden sind, stellen für Anleger den wirtschaftlichen Anreiz eines Investments von Eigenkapital in eine Publikumsgesellschaft dar.¹²⁴¹ Zudem ist zu erwarten, dass das Management im Fall eines zu hohen Haftungsrisikos die Kosten für ihre D&O Versicherung auf die Vergütung schlagen wird, oder sich gegebenenfalls ganz von dem Managermarkt zurückzieht, weil es im Gegensatz zu den Anteilseignern sein Risiko nicht streuen kann.¹²⁴² Der Handlungs- und Haftungsfreiraum, der mit der Business Judgment Rule für das Management geschaffen wird, fördert deshalb die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt und trägt zu der Wahrung der Interessen der Shareholder - aber auch der übrigen Stakeholder – bei.

Darüberhinaus soll die Business Judgment Rule verhindern, dass unternehmerische Entscheidungen in zu weitem Umfang Gegenstand richterlicher Kontrolle werden.¹²⁴³ Dies ist zunächst der einfachen Tatsache geschuldet, dass Richter in aller Regel nicht in gleichem Maß wie Manager über theoretisches und praktisches Wissen in Fragen der Unternehmensführung verfügen und dementsprechend auf den Rat von Sachverständigen angewiesen sind.¹²⁴⁴ Auch bereitet die nach-

¹²³⁸ Vgl. *Fleischer* (2002b), S.829; zu dem Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle Gliederungspunkt 2.4.

¹²³⁹ Vgl. *Easterbrook/Fischel* (1991), S.90ff.; *Fleischer* (2002b), S.830.

¹²⁴⁰ Vgl. *Merkt/Göthel* (2006), S.428.

¹²⁴¹ Vgl. *Fleischer* (2002b), S.830;

¹²⁴² Vgl. dahingehend auch *Merkt/Göthel* (2006), S.428 (ohne die These des Aufschlages auf die Vergütung zu vertreten); *Paefgen* (2004), S.247.

¹²⁴³ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.169.

¹²⁴⁴ Vgl. *Fleischer* (2002b), S.831; *Paefgen* (2004), S.247f.

trägliche Rekonstruktion der Entscheidungssituation vor Gericht wegen der Vielzahl von Variablen beträchtliche Schwierigkeiten. Problematisch ist ferner, dass Gerichte über Managemententscheidungen ex-post, in Kenntnis mittlerweile eingetretenen Tatsachen, befinden. Zwar sind die Gerichte verpflichtet, das Verhalten des Managements aus der ex-ante Perspektive zu beurteilen, doch wird dies auch geschulten Richtern nicht leicht fallen. Denn Erkenntnisse der psychologischen Entscheidungsforschung belegen, dass Menschen, welche die Ergebnisse von Handlungen kennen, dazu neigen, die Wahrscheinlichkeit zu überschätzen, mit der sie entsprechend relevante Ereignisse vorhergesagt hätten.¹²⁴⁵ Schließlich ist zu beachten, dass Richter im Gegensatz zu dem Management keine unmittelbaren Folgen aus unternehmensrelevanten Entscheidungen zu befürchten haben.¹²⁴⁶ Richter sollten also nur sehr zurückhaltend in unternehmerische Entscheidungen eingebunden werden. Dementsprechend entzieht die Business Judgment Rule Entscheidungen des Managements unter bestimmten Voraussetzungen der inhaltlichen Kontrolle durch die Gerichte.

Ein weiteres Argument, das aus rechtsökonomischer Sicht für die Business Judgment Rule spricht, ist der Schutz vor räuberischen Aktionären. Denn soweit es Minderheitsaktionären möglich ist, gegen Entscheidungen des Managements zu klagen, birgt dies ein enormes Erpressungspotential gegenüber dem Unternehmen und den anderen Aktionären, mit dem auf die Unternehmensführung in einem Maße Einfluss genommen werden kann, das nicht im Verhältnis zu dem Beteiligungsumfang der klagenden Aktionäre steht. Es ist zu erwarten, dass das Erpressungspotential, angesichts der geringen Beteiligung von Minderheitsaktionären, zur Verfolgung eigener, dem Unternehmensinteresse zuwiderlaufender Interessen missbraucht wird. Diese Gefahr des strategischen Verhaltens durch die Aktionärsminderheit rechtfertigt es, unternehmerische Entscheidungen für den Fall, dass die Business Judgment Rule greift, der gerichtlichen Inhaltskontrolle zu entziehen.¹²⁴⁷

11.3 Die Business Judgment Rule im deutschen Recht

11.3.1 Die Business Judgment Rule im Rahmen des § 93 AktG

Schon in der amtlichen Begründung zum AktG 1937 heißt es, den Vorstandsmitgliedern dürfe nicht durch eine allzu strenge Haftung „jeder Mut zur Tat genom-

¹²⁴⁵ Vgl. Gliederungspunkt 2.3.1.3.3; hierzu auch *Fleischer* (2000b), S.832 m.w.N.

¹²⁴⁶ Vgl. *Merkt/Göthel* (2006), S.428.

¹²⁴⁷ Vgl. *Merkt/Göthel* (2006), S.429, *Paefgen* (2004), S.248.

men“ werden.¹²⁴⁸ In der Rechtsprechung wurde auch im Rahmen des § 93 AktG berücksichtigt, dass sich der Gesetzgeber gegen eine Erfolgshaftung ausgesprochen hat.¹²⁴⁹ Das ARAG/Garmenbeck-Urteil¹²⁵⁰ hat die Frage des unternehmerischen Ermessens von Vorstand und Aufsichtsrat in den Fokus des Interesses von Praxis und Wissenschaft gerückt. Nach der Entscheidung soll eine Schadensersatzpflicht des Vorstands „erst dann in Betracht kommen, wenn die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlage beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten sind“ bzw. „die Bereitschaft unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überspannt worden ist.“ Das Urteil orientiert sich eindeutig an den Maßstäben der US-amerikanischen Business Judgment Rule.¹²⁵¹ Mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), das am 16. Juni 2005 verabschiedet wurde, hat der Gesetzgeber die durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätze der Business Judgment Rule in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG kodifiziert.

11.3.2 Zur Geltung der Business Judgment Rule im Rahmen des § 33 WpÜG

Die Business Judgment Rule findet jedenfalls im Rahmen der Geschäftsführungstätigkeit i.S.d. § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG Anwendung. Da die Vorschrift nur solche Maßnahmen umfasst, die auch ohne das Vorliegen eines Übernahmeangebots ergriffen worden wären, steht dem auch nicht eine mögliche Befangenheit des Vorstands entgegen.¹²⁵²

Zum Teil wird vertreten, dass durch § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG auch im Hinblick auf das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen Raum für die Business Judgment Rule bleibe.¹²⁵³ Indem Vorstand und Aufsichtsrat im Rahmen der Ausnahme von der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ein unternehmerischer Ermessensspielraum unter den Voraussetzungen der §§ 76 und 93 AktG und § 3 Abs. 3 WpÜG offen steht, werde die Neutralitäts- und Stillhaltepflicht faktisch umgangen. Da jedoch die Neutralitäts- und Stillhal-

¹²⁴⁸ Vgl. Amtliche Begründung zu § 84 AktG 1937, Deutscher Reichsanzeiger und Preußischer Staatsanzeiger 1937, Nr. 28, S.4, zitiert aus *Fleischer* (2002b), S.836.

¹²⁴⁹ Vgl. BGHZ 69, 207, 213; BGHZ 75, 96, 113; hierzu auch *Fleischer* (2002b), S.836.

¹²⁵⁰ BGHZ 135, 244.

¹²⁵¹ Vgl. *Fleischer* (2002b), S.836; *Paefgen* (2004), S.247; *MüKoAktG-Spindler*, § 93, Rn.36.

¹²⁵² Vgl. *Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga* (2003), § 33 Rn.48f.; *Winter/Harbarth* (2002), S.7.

¹²⁵³ Vgl. *Paefgen* (2004), S.259; dahingehend auch *Winter/Harbarth* (2002), S.9.

tepflicht nachwievor der Grundsatz und § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG lediglich eine Ausnahme bildet, lässt sich eine solche Sichtweise rechtsdogmatisch schwer begründen. Zudem ist zweifelhaft, ob Gerichte in Anbetracht der grundsätzlichen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht die Business Judgment Rule und den mit ihr verbundenen weiten Handlungs- und Haftungsspielraum auf einen, von § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG umfassten Sachverhalt anwenden werden. Auch wenn die Argumentation hinsichtlich der tatsächlichen Auswirkung des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG überzeugend sein mag, ist die Annahme einer Business Judgment Rule für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen im Rahmen des § 33 WpÜG zu weitgehend.

11.4 Das US-amerikanisch Konzept der modifizierten Business Judgment Rule for takeovers

11.4.1 Die modifizierte Business Judgment Rule des Staats Delaware

Die übernahmespezifischen Prinzipal-Agent Probleme im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen haben die US-amerikanischen Gerichte, allen voran die des Staats Delaware, dazu veranlasst, die Anwendung der Business Judgment Rule diesen Problemen anzupassen und die Voraussetzungen sukzessive zu verschärfen.¹²⁵⁴

In *Chef v. Mathes*¹²⁵⁵ entschied der *Delaware Supreme Court*, dass der Rückerwerb eigener Aktien durch das Zielunternehmen von dem Bieter grundsätzlich nicht gegen die Treuepflichten des Managements verstößt, solange es nicht alleine und überwiegend aus persönlichen Motiven handelt. Allerdings verlegte das Gericht die diesbezügliche Beweislast von den klagenden Aktionären auf die Mitglieder des Managements. Dieser Beweislast kann das Management nachkommen, indem es nachweist, dass es in gutem Glauben und auf der Grundlage einer hinreichend untersuchten Tatsachengrundlage gehandelt hat.¹²⁵⁶

Die Entscheidung *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹²⁵⁷ enthält wohl die wichtigste Weiterentwicklung der Voraussetzungen der Business Judgment Rule im Hinblick auf die Managementkompetenz zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen. In diesem Fall hob der *Supreme Court of Delaware* eine einstweilige

¹²⁵⁴ Vgl. ausführlich *Denzel* (2005), S.43ff.; *Herkenroth* (1994), S.172; *Kirchner/Painter* (2000), S.364.

¹²⁵⁵ 199 A.2d 548 (Del.1964).

¹²⁵⁶ Vgl. 199 A.2d 548 (Del.1964), S.554f.; sowie *Kirchner/Painter* (2000), S.365.

¹²⁵⁷ 493 A.2d 946 (Del.19 (1995)).

Verfügung des *Delaware Chancery Court* auf, die es der Unocal Corporation untersagt hatte, sich gegen ein feindliches Übernahmeangebot der *Mesa Petroleum Corporation* zu wehren. Bei dem Angebot von Mesa handelte es sich um eine *two tire offer*, die auf der ersten Stufe eine Barangebot mit einer erheblichen Kontrollprämie vorsah, wohingegen den Aktionären auf der zweiten Stufe lediglich *junk bonds* geboten wurden. Auf dieses Angebot reagierte das Management von Unocal mit einer Reihe von Verteidigungsmaßnahmen. Die wichtigste Maßnahme bestand in einem öffentlichen Angebot von Unocal an die eigenen Aktionäre auf den Rückerwerb der Unternehmensanteile. Mesa wurde als Bieter und größter Einzelaktionär von Unocal von dem Angebot ausgeschlossen.¹²⁵⁸

Der *Supreme Court of Delaware* vertrat die Auffassung, dass in diesem Fall die Business Judgment Rule, angesichts der erheblichen Interessenskonflikte, nur unter der Erfüllung zusätzlicher Voraussetzungen, Anwendung finden könne. So müsse das Management zum einen in der berichtigten Annahme gehandelt haben, dass von dem Übernahmeangebot eine Gefahr für das Wohlergehen des Unternehmens ausgehe.¹²⁵⁹ Darüberhinaus müsse die tatsächlich ergriffene Verteidigungsmaßnahme in einem angemessenen Verhältnis zu der anzunehmenden Gefahr stehen.¹²⁶⁰ Kriterien, die eine Gefahr in diesem Sinne begründen können, sind die Unangemessenheit des Angebotspreises bzw. der zum Tausch gebotenen Wertpapiere, Gefahren für andere Stakeholder als die Shareholder, die Gefahr des Nichtvollzuges der Übernahme, sowie Bedenken hinsichtlich der Legalität des Angebots.¹²⁶¹ Das Management genügt diesen Voraussetzungen, wenn es diesbezüglich in gutem Glauben und auf der Grundlage einer hinreichend untersuchten Tatsachengrundlage gehandelt hat.¹²⁶² In *Moran v. Household International, Inc.*¹²⁶³ bestätigte der *Delaware Supreme Court* die Prinzipien der Unocal-Entscheidung an dem Beispiel von ex-ante Verteidigungsmaßnahmen in Form von vertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Zielunternehmen und dessen Aktionären, die für den Fall eines Übernahmeangebots ausgelöst werden und die Übernahme für den Bieter erschwert oder unattraktiv macht (sog. *poison pills*).¹²⁶⁴

¹²⁵⁸ Vgl. Herkenroth (1994), S.173; Kirchner/Painter (2000), S.365.

¹²⁵⁹ Vgl. 493 A.2d 946 (Del.19 (1995)), S.(1995)5; ausführlich hierzu Merkt/Göthel (2006), S.676f.

¹²⁶⁰ Vgl. 493 A.2d 946 (Del.19 (1995)), S.(1995)9; ausführlich hierzu Merkt/Göthel (2006), S.677f.

¹²⁶¹ Vgl. Kirchner/Painter (2000), S.366; Merkt/Göthel (2006), S.676.

¹²⁶² Vgl. Herkenroth (1994), S.173; Merkt/Göthel (2006), S.676.

¹²⁶³ Vgl. 500 A.2d 1246 (Del.1985).

¹²⁶⁴ Vgl. Herkenroth (1994), S.175; Kirchner/Painter (2000), S.372.

In der Entscheidung *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*¹²⁶⁵ kam es zu einer weiteren Modifizierung der Business Judgment Rule. Der Entscheidung lag ein langwieriger Übernahmekampf zwischen *Pantry Pride, Inc.* als Bieter und der *Revlon, Inc.* als Zielunternehmen zugrunde. In einer relativ frühen Phase wies das Management von Revlon das von *Pantry Pride, Inc.* unterbreitete Übernahmeangebot über \$ 47,50 pro Aktie als unangemessen zurück und beschloss eine Aktienrückkaufplan, um das Angebot abzuwehren. Gleichzeitig wurde die Forstmann Little & Co. als konkurrierender Bieter angeworben, die keine Bedrohung für das amtierende Management von Revlon darstellte. Im Zuge des daraus erwachsenden Bieterwettbewerbes begünstigte das Management von Revlon das Angebot von Forstmann über \$ 57,25 gegenüber dem nachgebesserten Angebot von Pantry über \$ 56,25, obwohl das Management von Pantry zu erkennen gab, dass es bereit wäre, das aktuelle Angebot von Forstmann zu überbieten. Hinzu kam, dass Revlon im Vorfeld mehrere *lock ups* zugunsten von Forstmann beschlossen hatte, und mit Forstmann vereinbarte, mit keiner dritten Partei über eine Übernahme zu verhandeln (sog. *non-shop provision*). Außerdem erhielt Forstmann vertrauliche Informationen über die geschäftliche Lage von Revlon, die Pantry nicht zugänglich gemacht wurden. Auf die Klage eines Mehrheitsaktionärs von Pantry untersagte der *Delaware Supreme Court* die Durchführung der vereinbarten Übernahme von Revlon durch Forstmann.

Im Hinblick auf die Business Judgment Rule sind zwei Aspekte der Entscheidung von Bedeutung:¹²⁶⁶ zum eine die Frage nach der Beurteilung von Verteidigungsmaßnahmen anlässlich konkurrierender Übernahmeangebote und zum anderen die Frage, in welchem Umfang sich das Management des Zielunternehmens zur Rechtfertigung von Verteidigungsmaßnahmen auf den Schutz anderer Interessen als derjenigen der Aktionäre berufen kann.¹²⁶⁷

Was die erste Frage betrifft, so wandelt sich nach Auffassung des Gerichts die Pflicht des Managements in dem Augenglick grundlegend, in dem es offensichtlich wird, dass eine Übernahme des Zielunternehmens nicht mehr abzuwenden ist. Von diesem Punkt an habe das Management allein die Pflicht, den höchstmöglichen erzielbaren Übernahmepreis für die Anteile des Unternehmens zu erzielen.¹²⁶⁸ Demzufolge könne sich unter diesen Umständen als unzulässig erweisen,

¹²⁶⁵ 506 A.2d 173 (Del.1985).

¹²⁶⁶ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.176ff.; *Kirchner/Painter* (2000), S.368f.; *Merkt/Göthel* (2006), S.680f.

¹²⁶⁷ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.176.

¹²⁶⁸ Vgl. 506 A.2d 173 (Del.1985), S.182.

was im Rahmen einer - noch möglichen - Verteidigung der Unabhängigkeit des Unternehmens den Schutz der Business Judgment Rule genossen hätte (sog. *Revlon-Mode*).¹²⁶⁹

Hinsichtlich der zweiten Frage, inwieweit sich das Management des Zielunternehmens zur Rechtfertigung von Verteidigungsmaßnahmen auf den Schutz anderer Interessen als derjenigen der Aktionäre berufen kann, kam das Gericht zunächst zu dem Schluss, dass andere Interessen insoweit Berücksichtigung finden dürfen, als dies auch den Aktionären Vorteile bringe. Allerdings seien die Interessen der Aktionäre dann absolut vorrangig, wenn die Unabhängigkeit des Unternehmens nicht mehr zu wahren ist und das Übernahmeverfahren nur noch von der Suche nach einem Angebot mit höchstmöglichem Übernahmepreis bestimmt ist.¹²⁷⁰

Als weitere wichtige Entscheidungen des *Delaware Supreme Court* sind im Zusammenhang mit Verteidigungsmaßnahmen *Paramount Communications v. Time, Inc.*¹²⁷¹ und *Paramount Communications v. QVC Network, Inc.*¹²⁷² zu nennen, in denen zum einen das Merkmal der hinreichend untersuchten Tatsachengrundlage konkretisiert, und zum anderen ausführlicher beschrieben wurde, unter welchen Umständen das Management eines Zielunternehmens nach einem konkurrierenden Bieter suchen kann, ohne nach der Revlon-Entscheidung an den Höchstbietenden verkaufen zu müssen.¹²⁷³

11.4.2 Die Flankierung durch den *Williams Act*

Die modifizierte Business Judgment Rule wird von den bundesrechtlichen Regelungen des *Williams Act* aus dem Jahre 1968 flankiert. Der *Williams Act* soll die Position der Aktionäre des Zielunternehmens bei Unternehmensübernahmen verbessern. Dafür soll zum einen der Zeitdruck den der Bieter auf die Aktionäre des Zielunternehmens während des Übernahmeverfahrens ausüben kann vermindert und zum anderen eine möglichst gleiche Behandlung aller Aktionäre gewährleistet werden.¹²⁷⁴ Zu diesem Zweck bestimmt der *Williams Act* unterschiedliche Offenlegungs- und Anzeigepflichten für den Bieter sowie eine Pflicht zur Stellungnah-

¹²⁶⁹ Vgl. Herkenroth (1994), S.176.

¹²⁷⁰ Vgl. 506 A.2d 173 (Del.1985), S.182.

¹²⁷¹ 571 A.2d 1140 (Del.1989).

¹²⁷² 637 A.2d 34 (Del.1994).

¹²⁷³ Vgl. ausführlich Kirchner/Painter (2000), S.369ff.

¹²⁷⁴ Vgl. Merkt/Göthel (2006), S.630 m.w.N.

me zu dem Angebot für das Management des Zielunternehmens einschließlich entsprechenden Inhaltsbestimmungen und Zeitvorgaben. Darüberhinaus enthält der *Williams Akt* Regelungen zu dem Angebotsprozess, wie beispielsweise eine Mindestangebotsfrist, ein Rücktrittsrecht für die Laufzeit des Angebots, das Recht der Aktionäre den höchsten während der Angebotsfrist gebotenen Preis zu fordern oder die Pflicht für den Bieter zu einem Verkauf *pro rata*, wenn sich im Falle eines Teilangebots die Anzahl der von den Aktionären zum Verkauf angebotenen Anteile den Anteil übersteigt, auf den sich das Angebot richtet.¹²⁷⁵

11.4.3 Zur Übertragbarkeit des US-amerikanischen Konzepts auf die europäische und nationale Ebene

11.4.3.1 Das Problem der Übertragbarkeit von Richterrecht auf den kontinentaleuropäischen Rechtskreis

Da die modifizierte Business Judgment Rule nach dem US-amerikanischen Konzept in der *common law* Tradition durch die Gerichte entwickelt worden ist, ist zu erwarten, dass es zu Problemen kommt, wenn dieses Konzept in gleicher Form auf den kontinentaleuropäischen Rechtskreis¹²⁷⁶ übertragen wird, der in der *civil law* Tradition steht.

Dies hat zunächst mit der hohen Flexibilität des US-amerikanischen Konzeptes zu tun.¹²⁷⁷ Zwar bieten flexible Regelungen den Vorteil, dass einzelfallbezogen geprüft werden kann, ob der Vorstand des Zielunternehmens bei der ergriffenen Verteidigungsmaßnahme dem Unternehmensinteresse angemessen Rechnung getragen hat. Doch ist zu beachten, dass eine entsprechende Prüfung erst ex-post durch die Gerichte angestellt wird. Die verschiedenen Akteure des Übernahmeszenarios müssen jedoch schon während des Verfahrens einschätzen können, über welchen Handlungsspielraum der Vorstand des Zielunternehmens verfügt.¹²⁷⁸ Würde nun allein eine modifizierte Business Judgment Rule nach dem US-amerikanischen Vorbild in kodifizierter Form eingeführt werden, so müssten die Gerichte diese allgemein gehaltene Regel im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung zu einem sich schlüssigen und vorhersehbaren System von übernahme-

¹²⁷⁵ Vgl. ausführlich *Merkt/Göthel* (2006), S.635ff. m.w.N.; hierzu auch *Kirchner/Painter* (2000), S.371f.

¹²⁷⁶ Es ist nachfolgend von dem kontinentaleuropäischen Rechtskreis die Rede, da Großbritannien der Common Law Tradition folgt.

¹²⁷⁷ Vgl. *Herkenroth* (1994), S.238ff.

¹²⁷⁸ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

spezifischen Prinzipien ausbauen.¹²⁷⁹ Problematisch ist hierbei zunächst, dass eine unmittelbare Übertragung der konkretisierenden Rechtssprechung aus den USA auf die unterschiedlichen kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen kaum möglich sein wird. Zu Beginn wird es demzufolge zumindest solange, bis entsprechende Präzedenzfälle entschieden wurden, zu erheblicher Rechtsunsicherheit kommen. Darüberhinaus muss sichergestellt sein, dass die Gerichte über eine entsprechende Expertise zu den rechtlichen und ökonomischen Besonderheiten der von Unternehmensübernahmen betroffenen Sachverhalte verfügen. Im Falle des *Delaware Court of Chancery* ist dies allein schon deshalb zu erwarten, da dieser seit Jahrzehnten mit entsprechenden Fällen betraut ist, und nicht zuletzt auch mit seiner Rechtssprechung wesentlich zu der Entwicklung des herrschenden Richterrechts in Form der modifizierten Business Judgment Rule beigetragen hat. Eine vergleichbare Expertise wird zumindest anfangs aufseiten der kontinentaleuropäischen Gerichte nicht zu erwarten sein und müsste sich erst über die Zeit herausbilden. Schließlich ist es eine Grundvoraussetzung für die Konkretisierung einer modifizierten Business Judgment Rule, dass die kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen neben dem kodifizierten Recht überhaupt die Entwicklung und Geltung von Richterrecht zulassen.

Zu einer Abschwächung der dargestellten Probleme aus europäischer Perspektive könnte ein legalisatorischer Wettbewerb führen. Die Akzeptanz von Richterrecht sowie die Expertise der Gerichte variieren in Europa von Staat zu Staat. Nach der Aufgabe der Sitztheorie zugunsten der Gründungstheorie infolge der Centros-Entscheidung des EuGH¹²⁸⁰ erlangen europäische Gesellschaften ein höheres Maß an Mobilität, womit der legalisatorische Wettbewerb im europäischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht möglich geworden ist.¹²⁸¹ Es wäre also vorstellbar, dass unterschiedliche Staaten in einen Wettbewerb um die Schaffung des besten Übernahmerechts treten.

11.4.3.2 Die Gefahr einer nicht ausreichenden Berücksichtigung der Shareholderinteressen

Ausgehend von der Annahme, dass die Haftungsandrohung bei einer Verletzung der Business Judgment Rule die rechtsökonomische Grundlage dieses Instruments der Corporate Governance bildet,¹²⁸² stellt sich die Frage, ob zu erwarten ist, dass

¹²⁷⁹ Vgl. hierzu und zu den nachfolgenden Ausführungen *Kirchner/Painter* (2000), S.392ff.

¹²⁸⁰ *EuGH* vom 9.3.1999 – RS.C-212/97, Slg. 1999 I-1459.

¹²⁸¹ Vgl. *Kirchner* (2004a), S.607f.

¹²⁸² Vgl. Gliederungspunkt 11.2.

eine, durch die kontinentaleuropäischen Gerichte konkretisierte, modifizierte Business Judgment Rule im Übernahmeverfahren einen ausreichenden Anreiz für den Vorstand des Zielunternehmens darstellen kann, pflichtgemäß zu handeln. Auch in den USA wird kritisiert, das Konzept biete dem Vorstand einen zu weiten Handlungsspielraum und berge daher die Gefahr, dass der Vorstand eigennützig zu seinem Vorteil handle.¹²⁸³ Dieses Problem kann dadurch verstärkt werden, dass die kontinentaleuropäischen Gerichte in einem geringeren Maße dem Konzept des Shareholder-Value anhängen, als die US-amerikanischen.¹²⁸⁴ Als Beispiele für Rechtsordnungen, in denen der Vorstand neben den Aktionärsinteressen auch diejenigen der übrigen Stakeholder zu berücksichtigen hat, sind neben Deutschland, die Niederlande, Österreich sowie Belgien, und zu einem gewissen Grad auch Frankreich, zu nennen.¹²⁸⁵ Teilweise wird der größere Einfluss von Stakeholderansätzen in dem kontinentaleuropäischen Raum auf die, im Vergleich zum anglo-amerikanischen Raum, auf Konsens ausgerichteten Gesellschaftssysteme zurückgeführt.¹²⁸⁶ Ist nun zu erwarten, dass die Gerichte bei der Entscheidung über die Angemessenheit von Verteidigungsmaßnahmen das Interesse der übrigen Stakeholder stärker gewichten, so hat der Vorstand einen Anreiz, sein Verhalten unter Verweis auf die, häufig mit dessen Interesse an der Verhinderung einer Übernahme gleichlaufenden Arbeitnehmerinteressen zu rechtfertigen.¹²⁸⁷ Eine gerichtliche Nachprüfung der ex-post Perspektive des Vorstands bei dessen Entscheidung über das Ergreifen von bestimmten Maßnahmen im Hinblick auf einen solchen Vorwand wird nicht immer bis ins letzte Detail möglich sein. Problematisch ist darüberhinaus die Frage, ob die Anreizwirkung, die von dem Haftungsrisiko ausgeht, in Anbetracht des gesteigerten übernahmespezifischen Interesses des Managements überhaupt ausreichend ist, um dieses zu einem pflichtgemäßen Handeln zu bewegen.

11.5 Abschließende Stellungnahme

Die Business Judgment Rule ist ein anreizkompatibler Mechanismus, der im Rahmen der Prinzipal-Agent Beziehung in Publikumsgesellschaften ein geeignetes Instrument zur Verfügung stellt, dem *trade-off* zwischen dem Bedürfnis nach unternehmerischem Handlungsspielraum des Vorstands und der Gefahr opportunistischen Verhaltens zu begegnen. Das Konzept stammt ursprünglich aus den

¹²⁸³ Vgl. *Bebchuk/Ferrell* (1999), S.1168ff.

¹²⁸⁴ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.393.

¹²⁸⁵ Vgl. *Wymeersch* (1995), S.299ff.

¹²⁸⁶ Vgl. *Achatz* (1998), S.13ff.

¹²⁸⁷ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489f.; zu den Arbeitnehmerinteressen Gliederungspunkt 4.4.

USA, ist aber mittlerweile auch im deutschen Aktiengesetz in Gestalt § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ein wesentlicher Bestandteil der Corporate Governance geworden. In den USA findet die Business Judgment Rule in modifizierter Form auch auf Unternehmensübernahmen Anwendung. Es konnte gezeigt werden, dass eine direkte Übertragung des US-amerikanischen Konzepts der modifizierten Business Judgment Rule auf die europäische und nationale Ebene mit Problemen verbunden ist. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass das US-amerikanische Konzept fallbasiertes Richterrecht ist, das nicht ohne weiteres auf den in der *civil law* stehenden kontinentaleuropäischen Rechtskreis angewendet werden kann. Durch den stärkeren Einfluss von Stakeholderansätzen in der kontinentaleuropäischen Rechtssprechung ist zum anderen zu erwarten, dass dieser Sachverhalt vom Management zu eigennützigen Handlungen ausgenutzt wird und die Anteilseignerinteressen im Übernahmeverfahren nicht ausreichend Berücksichtigung finden. Eine europäische und nationale modifizierte Business Judgment Rule müsste diesen Umständen durch die Schaffung spezifischer kodifizierter Kontrollmechanismen Rechnung tragen.

12 Zu einem alternativen Regelungsvorschlag auf nationaler Ebene

In dem nachfolgenden Abschnitt wird der Versuch unternommen, auf der Grundlage der bisher gewonnenen Erkenntnisse einen alternativen Regelungsvorschlag für die Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens während öffentlicher Übernahmeverfahren zu entwickeln. Der Regelungsvorschlag soll sich an dem US-amerikanischen Konzept der modifizierten Business Judgment Rule orientieren. In Anbetracht der, im vorherigen Abschnitt dargestellten Probleme muss das US-amerikanische Konzept im Hinblick auf die spezifischen Gegebenheiten auf europäischer und nationaler Ebene angepasst und weiterentwickelt werden. Zu diesem Zweck sollen zunächst die Grundelemente eines nationalen Konzepts der Business Judgment Rule für Unternehmensübernahmen dargestellt werden. Anschließend werden die Kontrollprobleme diskutiert, die im Zusammenhang mit einer Business Judgment Rule entstehen können. Im Anschluss daran wird untersucht, auf welche Weise die Kontrollprobleme unter Berücksichtigung des spezifischen nationalen Regelungsumfelds gelöst werden können. Diesem Schritt folgt ein Wirkungsvergleich des vorgeschlagenen Konzepts mit den bestehenden Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands vor dem Hintergrund der Regelungsprobleme. Danach wird darauf eingegangen, ob ein solches Konzept mit der ÜRL vereinbar ist, sowie diskutiert, welche Vorteile eine europäische Business Judgment Rule hinsichtlich dem Anliegen der Schaffung eines europäischen und internationalen *level playing field* mit sich bringen würde, und welche Anforderungen an eine entsprechende europäische Regelung zu stellen wären.

12.1 Die Business Judgment Rule

Den Kern des nachfolgend noch eingehend zu konkretisierenden Konzepts für die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstands des Zielunternehmens bei öffentlichen Übernahmeangeboten¹²⁸⁸ bilden folgende Grundelemente: Vorstand und Aufsichtsrat sollen während des Übernahmeverfahrens ausschließlich dem Unternehmensinteresse verpflichtet sein. Darüberhinaus soll der Vorstand die Kompetenz haben, solche Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, die im Interesse des Unternehmens geboten sind. Die Beweislast dafür, dass die Maßnahmen im Unternehmensinteresse liegen, trägt grundsätzlich der Vorstand. Solchen Maßnahmen, die ausschließlich auf die Vereitelung einer Übernahme gerichtet sind, darf der Vorstand nicht ergreifen.

Mit der ausdrücklichen Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat auf das Unternehmensinteresse wird klargestellt, dass die Pflichtenstellung nach § 3 Abs. 3 WpÜG durch den § 33 WpÜG nicht im Wege der Spezialität verdrängt wird.¹²⁸⁹ Dadurch, dass der Vorstand grundsätzlich dazu ermächtigt ist, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, ist gewährleistet, dass dieser als *cheapest cost avoider* flexibel und schnell auf ein Übernahmeangebot reagieren kann, und das Unternehmen im Übernahmeverfahren nicht faktisch verteidigungslos ist. Die Beweislastregelung sowie das Verbot solcher Maßnahmen, die ausschließlich auf die Vereitelung des Übernahmeangebots gerichtet sind, bilden die eigentliche Modifikation der Business Judgment Rule aus § 93 Abs. 1 AktG. Sie tragen dem übernahmespezifischen Interessenskonflikt Rechnung, dem der Vorstand während des Übernahmeverfahrens ausgesetzt ist. Diese Grundelemente reichen jedoch nicht aus, um sicherzustellen, dass Verteidigungsmaßnahmen im Unternehmensinteresse ergriffen werden.

12.2 Die Kontrollprobleme

Wie bereits dargestellt wurde, ist im kontinentaleuropäischen Rechtskreis zumindest mittelfristig nicht zu erwarten, dass die Gerichte in der Lage sein werden, eine solche, allgemein gefasste, Business Judgment Rule auf schlüssige und vorhersehbare Weise zu konkretisieren.¹²⁹⁰ (Zu beachten ist allerdings, dass der deutschen Rechtssprechung die richterliche Rechtsfortbildung nicht fremd ist; hier ist

¹²⁸⁸ Vgl. zu dem nachfolgend vorgeschlagenen Konzept *Kirchner* (2000b), S.1830; *Kirchner* (2002), S.63f.; *Kirchner/Painter* (2000), S.398f.; *Kirchner/Painter* (2002), S.473; dahingehend auch *Denzel* (2005), S.212ff.; kritisch insbesondere *Mülbert* (1999), S.85f.; *Mülbert/Birke* (2000), S.445ff.

¹²⁸⁹ Vgl. zu dem Verhältnis von § 3 Abs.3 WpÜG und § 33 WpÜG Gliederungspunkt 9.2.3.3.

¹²⁹⁰ Vgl. Gliederungspunkt 11.4.3.1.

beispielsweise die Rechtssprechung zur Konkretisierung des § 242 BGB,¹²⁹¹ aber auch die Ausweitung der Hauptversammlungskompetenz im Zusammenhang mit § 119 Abs. 2 AktG durch die Grundsätze aus der Holz Müller-¹²⁹² und der Gelatine-Entscheidung¹²⁹³ zu nennen.) Die stärkere Verbreitung des Stakeholderansatzes in Europa und insbesondere in Deutschland lässt zudem befürchten, dass die Shareholderinteressen im Falle einer, allein der richterlichen Rechtsfortbildung überlassenen Business Judgment Rule, nicht in angemessener Weise Berücksichtigung finden.

Ein weiteres Problem besteht darin, dass, infolge der Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse in Deutschland, das Prinzipal-Agent Verhältnis komplexer wird, wenn der Vorstand infolge der Business Judgment Rule die Interessen aller Stakeholder zu berücksichtigen hat.¹²⁹⁴ Angesichts eines Übernahmeangebots haben die Anteilseigner des Zielunternehmens ein besonderes Interesse daran, dass nur solche Verteidigungsmaßnahmen ergriffen werden, die eine unternehmenswertsteigernde Wirkung entfalten und/oder den Bieter zu einer Nachbesserung seines Angebots veranlassen. Solche Maßnahmen können allerdings möglicherweise die Interessen der übrigen Stakeholder belasten. Diesem Umstand muss der Vorstand bei seiner Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen ebenfalls Rechnung tragen. Durch die Existenz mehrerer Prinzipale wird die Kontrolle des Vorstandshandelns schwieriger, und die Gefahr ex-post opportunistischen Verhaltens im Übernahmeverfahren steigt.¹²⁹⁵

Aus diesen Gründen ist es geboten, ein nationales Konzept der Business Judgment Rule hinsichtlich der Probleme der Corporate Governance nicht allein auf die Anreizwirkung durch die Haftungsandrohung infolge von Pflichtverletzungen zu gründen, sondern diese durch ergänzende Kontrollmechanismen zu flankieren. Als Kontrollinstanz sind zunächst die Aktionäre innerhalb und außerhalb der Hauptversammlung in Betracht zu ziehen. In diesem Zusammenhang gilt es Modelle zu entwickeln, in denen die Schwächen des Aktionärsstimmrechts die Kontrolle in einem möglichst geringen Maße beeinträchtigen. Neben den Aktionären kommt der Aufsichtsrat als Kontrollinstanz infrage. Wird der Aufsichtsrat zur Kontrolle der Handlungen des Vorstands öffentlichen Unternehmensübernahmen

¹²⁹¹ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.392.

¹²⁹² BGHZ 83, 122.

¹²⁹³ BHG NJW 2004, 1860, 1864; BGH ZIP 2004, 1001.

¹²⁹⁴ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489f.; *Kirchner* (2000b), S.1824; *Mülbert* (1999), S.85f.; *Mülbert/Birke* (2000), S.445ff.

¹²⁹⁵ Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1822; *Kirchner* (1999), S.488f.

eingeschaltet, so muss sichergestellt werden, dass die Interessen der Anteilseigner ausreichend Gewicht finden. Die Ansätze zur Lösung der mit einer solchen Regelung verbundenen Kontrollprobleme werden nachfolgend vor dem Hintergrund des nationalen Regelungsumfelds diskutiert.

12.3 Die Ansätze zur Lösung der Kontrollprobleme

12.3.1 Aufsichtsratsermächtigung

Die Ausübung der Kompetenz des Vorstands zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen soll generell an eine Ermächtigung des Aufsichtsrats geknüpft sein. Die generelle Bindung der Vorstandskompetenz an die Ermächtigung ist der zweigliedrigen Organisation des Managements deutscher Aktiengesellschaften in ein Exekutiv- und ein Überwachungsorgan geschuldet. Ein entsprechender Beschluss des Aufsichtsrats muss mit einer Mehrheit von drei Vierteln seiner Mitglieder gefasst werden. Denn nur dann ist, angesichts der paritätischen Verteilung der Sitze im Aufsichtsrat einer Publikumsgesellschaft, gewährleistet, dass im Falle divergierender Anteilseigner- und Arbeitnehmerinteressen eine Mehrheit der Anteilseigner den Beschluss trägt. So können die Aktionärsinteressen nicht durch die Arbeitnehmervertreter und einen abweichenden Anteilseignervertreter übergangen werden, wie es im Falle einer Abstimmung mit einfacher Mehrheit der Fall wäre.¹²⁹⁶ Auf diese Weise findet der Vorrang der Anteilseignerinteressen im Rahmen des Unternehmensinteresses eine angemessene Berücksichtigung und zugleich ist sichergestellt, dass auch die Arbeitnehmerinteressen in die Entscheidung über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen einfließen. Da aber weiterhin die Gefahr besteht, dass sich die Mitglieder des Aufsichtsrats von persönlichen Interessen leiten lassen, und es zu Interessenverzahnungen zwischen den Mitgliedern des Aufsichtsrats und des Vorstands kommt, soll die Ermächtigung nicht dazu führen, dass auch solche Maßnahmen zulässig werden, die ausschließlich der Vereitelung des Übernahmeangebots dienen. Auch wird der Vorstand nachwievor beweisen müssen, dass die Maßnahmen im Unternehmensinteresse erfolgten.

12.3.2 Kompetenzen der Aktionäre

12.3.2.1 Die Unterscheidung zwischen Kompetenzen der Hauptversammlung und der individuellen Aktionäre

Die Kontrolle des Verhaltens des Vorstands bei öffentlichen Übernahmeangeboten durch die Aktionäre kann auf zwei unterschiedlichen Ebenen geschehen, näm-

¹²⁹⁶ Vgl. *Kirchner* (2002), S.59; *Kirchner/Painter* (2000), S.398.

lich über die Hauptversammlung als Organ für die Stimmrechtsausübung der einzelnen Aktionäre und über die individuellen Aktionäre, unabhängig von der Hauptversammlung.

Die Kontrolle im Rahmen der Hauptversammlung stellt das herkömmliche Kontrollinstrument der Aktionäre gegenüber dem Vorstand dar. Dementsprechend kommt diesem Instrument sowohl in der ÜRL als auch in der Konzeption den § 33 WpÜG großes Gewicht zu. Allerdings konnte im Rahmen der Wirkungsanalyse der § 33 und § 33 a WpÜG gezeigt werden, dass sowohl Vorratsbeschlüsse als auch Ad-hoc Beschlüsse infolge der Schwächen des Aktionärsstimmrechts und der besonderen Umstände des Übernahmeverfahrens in der bestehenden Ausgestaltung erhebliche Funktionsdefizite aufweisen.¹²⁹⁷ Auf der anderen Seite sind Hauptversammlungsbeschlüsse zu Verteidigungsmaßnahmen dort unabdingbar, wo es um Maßnahmen geht, die in der Kompetenz der Hauptversammlung liegen. In diesen Fällen muss sichergestellt werden, dass betroffenen Maßnahmen auch während des Übernahmeverfahrens durch entsprechende Beschlüsse ergriffen werden können.

Um jedoch den Missbrauch von Vorratsbeschlüssen durch den Vorstand zu verhindern, und die Berücksichtigung der Aktionärsinteressen auch bei solchen Maßnahmen effektiv zu gewährleisten, die in die Geschäftsführungskompetenz des Vorstands fallen, sollen die Aktionäre neben der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung die Möglichkeit haben, ihre Präferenzen im Zuge von Abstimmungsverfahren außerhalb der Hauptversammlung auszudrücken. Da das AktG solche Abstimmungsverfahren außerhalb der Hauptversammlung nicht vorsieht, sind diese spezialgesetzlich für den Fall von Unternehmensübernahmen im WpÜG zu regeln.¹²⁹⁸

12.3.2.2 Kompetenzen im Rahmen der Hauptversammlung

12.3.2.2.1 Ad-hoc Beschlüsse der Hauptversammlung

¹²⁹⁷ Vgl. Gliederungspunkt 10.

¹²⁹⁸ Vgl. grundlegend *Kirchner* (2002), S.60f.

12.3.2.2.1.1 Formale Voraussetzungen zu ad-hoc Beschlüssen der Hauptversammlung

12.3.2.2.1.1.1 Einberufung der Hauptversammlung

Hinsichtlich der Einberufung der Abwehrhauptversammlung sollen für das hier diskutierte Konzept die Vorschriften des § 16 WpÜG und insbesondere die verkürzte Einberufungsfrist des § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG gelten.

12.3.2.2.1.1.2 Die Stimmabgabe ohne Teilnahme an der Hauptversammlung

Um dem Problem der rationalen Apathie beizukommen, ist den Aktionären die Abstimmung schriftlich oder im Wege der elektronischen Kommunikation zu ermöglichen.¹²⁹⁹ Nach dem durch das ARUG eingeführten § 118 Abs. 2 AktG kann die Satzung vorsehen oder den Vorstand dazu ermächtigen vorzusehen, dass die Aktionäre ihre Stimmen, auch ohne an der Versammlung teilzunehmen, schriftlich oder im Wege der elektronischen Kommunikation abgeben dürfen (Briefwahl). Die Vorschrift stellt die Entscheidung über das „ob“ der erleichterten Stimmabgabe in die Entscheidungsgewalt des Satzungsgebers mit der Möglichkeit diese auf den Vorstand zu delegieren. Diese Regelung ist für die Abwehrhauptversammlung jedoch nicht ausreichend, da die von der Teilnahme an der Hauptversammlung unabhängige Stimmrechtsausübung nicht verbindlich vorgeschrieben ist. Gerade für Minderheitsaktionäre wird es wegen der kurzen Einberufungsfrist häufig Probleme bereiten, innerhalb von zwei Wochen den Termin für die Hauptversammlung einzuplanen und zu günstigen Konditionen an den Versammlungsort zu reisen.¹³⁰⁰ Die Teilnahme wird infolgedessen unrentabel. Deshalb muss für den Fall der Abwehrhauptversammlung spezialgesetzlich geregelt werden, dass entweder die Satzung Verfahren vorsehen muss, mit denen die Stimmabgabe schriftlich oder im Wege der elektronischen Kommunikation, unabhängig von der Teilnahme an der Hauptversammlung, möglich ist, oder der Vorstand dies, im Falle der Ermangelung einer entsprechenden Satzungs Vorschrift, zu ermöglichen hat. Die konkrete Ausgestaltung der Verfahren ist den Unternehmen zu überlassen.

¹²⁹⁹ Vgl. grundlegend zum Thema Hauptversammlung und Internet *Bosse* (2009), S.807ff.; *Fleischhauer* (2001), S.1133ff.; *Giedinghagen* (2005); *Habersack* (2001), S.172ff.; *Hüther* (2001), S.68ff.; *Krans* (2007), S.32ff.; *Noack* (1998), S.529ff.; *Noack* (2001), S.13ff.; *Noack* (2008a), S.441; *Pielke* (2009); *Schmitz* (2003), S.122ff.; *Zetzsche* (2003), S.736ff.; zu weiteren Quellen www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/material.shtml.

¹³⁰⁰ Vgl. dahingehend auch *Birke* (2006), S.245.

Die Ermöglichung der virtuellen Teilnahme an der Hauptversammlung muss indes nicht verbindlich geregelt werden. Die Regelung des § 118 Abs. 1 S. 2 AktG ist in diesem Zusammenhang ausreichend. Nach der Vorschrift kann die Satzung vorsehen oder den Vorstand dazu ermächtigen vorzusehen, dass die Aktionäre an der Hauptversammlung auch ohne Anwesenheit an deren Ort und ohne eine Bevollmächtigung teilnehmen und sämtliche oder einzelne ihrer Rechte ganz oder teilweise im Wege der elektronischen Kommunikation ausüben können. Denn die Teilnahme an der Hauptversammlung ist wegen § 245 Nr. 1 AktG insbesondere hinsichtlich der Anfechtungsbefugnis von Bedeutung. Danach sind nur solche Aktionäre, die an der Hauptversammlung teilgenommen haben, auch anfechtungsbefugt.¹³⁰¹ Das Anfechtungsrecht gegen Beschlüsse der Abwehrhauptversammlung soll in dem hier vorgestellten Konzept jedoch weitestgehend beschränkt werden,¹³⁰² weshalb eine virtuelle Teilnahme an der Abwehrhauptversammlung auch nicht unbedingt notwendig ist, solange die Stimmabgabe auch ohne Teilnahme gewährleistet ist. Die Teilnahme an der Versammlung ist im Übrigen auch aus Informationsgesichtspunkten nicht dringend geboten, da sich insbesondere Kleinaktionäre im Wesentlichen über die Angebotsunterlage des Bieters und die Stellungnahme des Managements des Zielunternehmens, flankiert durch sachliche Informationen in Form von Werbemaßnahmen, informieren werden.¹³⁰³

12.3.2.2.1.1.3 Mehrheitserfordernisse

Nach dem hier vorgestellten Konzept bedarf ein Beschluss über die Ermächtigung des Vorstands zum Ergreifen von einzelnen zuvor ausreichend bestimmter Maßnahmen der einfachen Mehrheit, ein Beschluss der alle infrage kommenden Maßnahmen umfasst, bedarf einer Mehrheit von drei Vierteln des an der Beschlussfassung beteiligten Kapitals. Die unterschiedlichen Mehrheitserfordernisse sind damit zu erklären, dass bei einer Pauschalermächtigung eine größere Missbrauchsgefahr von Seiten des Vorstands besteht als bei Beschlüssen über einzelne, ausreichend bestimmte Maßnahmen. Im letzteren Fall werden die Aktionäre die Wirkung der betroffenen Maßnahme genauer einschätzen und im Hinblick auf ihre Präferenzen gegenüber dem Übernahmeangebot beurteilen können. So können die einzelnen Maßnahmen allein dazu bestimmt und geeignet sein, den Bieter zur Nachbesserung seines Angebots zu bewegen. Sind die Maßnahmen dergestalt,

¹³⁰¹ Vgl. Hüffer (2008), § 245 Rn.5ff.; zu der bestehenden Anfechtungsbefugnis bei der virtuellen Teilnahme Noack (2008a), S.444.

¹³⁰² Vgl. Gliederungspunkt 12.3.2.2.1.3.

¹³⁰³ Vgl. Birke (2006), S.247.

dass sie die Übernahme verhindern können, haben die Aktionäre die Möglichkeit, entsprechend ihrer Präferenzen abzuwägen. Im Falle einer Pauschalermächtigung sind die Folgen der Abstimmung für die Aktionäre indes weniger genau abschätzbar. Zudem besteht die Gefahr, dass sich die Mitglieder des Vorstands der zur Verfügung stehenden Verteidigungsmaßnahmen bedienen, um ihre persönlichen Interessen unter Verweis auf die rechtfertigende Ermächtigung zu verfolgen. Es ist durchaus vorstellbar, dass die Mitglieder des Vorstands eine Pauschalermächtigung zur Abstimmung stellen, mit der Begründung damit lediglich auf eine Nachbesserung des Übernahmeangebots hinwirken zu wollen. Ist eine entsprechend umfassende Ermächtigung einmal erteilt, ist jedoch nicht auszuschließen, und in Anbetracht des übernahmespezifischen Interessenskonflikts der Mitglieder des Vorstands durchaus zu erwarten, dass die Maßnahmen dennoch aus eigennützigen Beweggründen zur Vereitelung des Angebots eingesetzt werden. Durch die Pauschalermächtigung steigt damit die Gefahr, dass eine Übernahme vereitelt wird. Dies ist nicht in jedem Fall im Interesse der Anteilseigner. Diesem Umstand soll das Mehrheitserfordernis von drei Vierteln des an dem Beschluss beteiligten Kapitals Rechnung tragen.

12.3.2.2.1.2 Rechtsfolgen der ad-hoc Beschlüsse

Gegenstand von ad-hoc Beschlüssen sollen sowohl Maßnahmen sein können, die in die Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung fallen, als auch solche, die von der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands gedeckt sind. Soweit der Beschluss Maßnahmen umfasst, die in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen und die der Vorstand ohne Beschluss nicht allein im Rahmen seiner Geschäftsführungskompetenz ergreifen kann, soll dieser dazu führen, dass der Vorstand zu deren Ergreifen ermächtigt wird. Darüberhinaus sollen ad-hoc Beschlüsse zur Folge haben, dass für alle erfassten Maßnahmen die Vermutung gilt, dass der Vorstand bei der Entscheidung über deren Ergreifen vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Von dieser Rechtsfolge sind also sowohl die Maßnahmen in der Hauptversammlungskompetenz als auch solche Maßnahmen erfasst, die der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands unterfallen, aber dennoch vor der Abwehrhauptversammlung zur Abstimmung gestellt wurden.

12.3.2.2.1.3 Sonderregelungen für das Anfechtungsrecht

Das AktG sieht in § 246 a ein Freigabeverfahren vor, um zu verhindern, dass die Sperrwirkung der Anfechtung gegenüber der Registereintragung zu einer unver-

hältnismäßigen Schädigung des Unternehmens führt.¹³⁰⁴ Wird gegen einen Hauptversammlungsbeschluss über eine Maßnahme der Kapitalbeschaffung, der Kapitalherabsetzung (§§ 182 bis 240 AktG) oder einen Unternehmensvertrag (§§ 291 bis 307 AktG) Klage erhoben, so kann das Gericht auf Antrag der Gesellschaft durch Beschluss feststellen, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht und Mängel des Hauptversammlungsbeschlusses die Wirkung der Eintragung unberührt lassen (§ 246 a Abs. 1 S. 1 AktG). Ein Beschluss nach § 246 a Abs. 1 S. 1 AktG ergeht, wenn das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor (§ 246 a Abs. 2 Nr. 3 AktG). In Anbetracht der Tatsache, dass während des Übernahmeverfahrens besonderer Handlungsdruck besteht und das Erpressungspotential vor allem durch den, am Unternehmen beteiligten Bieter oder ihm nahe stehende Personen besonders groß ist,¹³⁰⁵ soll für den Fall, dass ein Beschluss der Abwehrhauptversammlung i.S.d. § 246 a Abs. 1 S. 1 AktG angefochten wird, die unwiderlegliche Rechtsvermutung gelten, dass das Vollzugsinteresse an dem Beschluss gegenüber den zu erwartenden Nachteilen für den Antragsteller überwiegt.

Darüberhinaus soll die Satzung das Anfechtungsrecht im Hinblick auf Beschlüsse der Abwehrhauptversammlung ausschließen oder der Vorstand dazu ermächtigen können, das Anfechtungsrecht auszuschließen. Für Aktionäre, die, soweit dies vorgesehen ist, nicht physisch an der Hauptversammlung teilnehmen, ist das Anfechtungsrecht generell ausgeschlossen, um zu verhindern, dass technische Störungen zu einer Anfechtung führen.

12.3.2.2.2 Vorratsbeschlüsse mit ex-post Vetorecht der Aktionäre

12.3.2.2.2.1 Formale Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Vorratsbeschlüsse

Durch Vorratsbeschlüsse soll die Hauptversammlung den Vorstand für einen Zeitraum von drei Jahren für den Fall eines Übernahmeangebots zum Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen ermächtigen können. Für die Vorratsbeschlüsse sollen die gleichen Mehrheitserfordernisse gelten wie für die Beschlüsse der ad-hoc Hauptversammlung. Danach bedarf es für einen Beschluss über einzelne zuvor ausreichend bestimmte Maßnahmen der einfachen Mehrheit und für einen Beschluss, der alle infrage kommenden Maßnahmen umfasst, einer Mehrheit von

¹³⁰⁴ Vgl. Hüffer (2008), § 246 a Rn.1.

¹³⁰⁵ Vgl. Gliederungspunkt 7.2.2.4.

drei Vierteln des an der Beschlussfassung beteiligten Kapitals.¹³⁰⁶ Die übrigen formalen Vorraussetzungen richten sich nach den allgemeinen Vorschriften des AktG. Die Rechtsfolgen der Vorratsbeschlüsse entsprechen - vorbehaltlich des Ergebnisses des nachfolgend erläuterten Vetoverfahrens - denen der ad-hoc Beschlüsse der Abwehrhauptversammlung.¹³⁰⁷

12.3.2.2.2.2 Ex-post Vetorecht der Aktionäre

12.3.2.2.2.2.1 Zur Notwendigkeit eines ex-post Vetorechts

Im Zusammenhang mit Vorratsbeschlüssen besteht das Problem, dass die Aktionäre ex-ante ihre Einwilligung zu Verteidigungsmaßnahmen erklären, ohne die konkreten Umstände und Bedingungen eines möglichen, in der Zukunft liegenden, Übernahmeangebots zu kennen.¹³⁰⁸ Es ist durchaus vorstellbar, dass die Aktionäre angesichts der konkreten Umstände eines Übernahmeangebots eine andere Entscheidung getroffen hätten, als dies in dem Vorratsbeschluss geschehen ist. Diskrepanzen, die zwischen der Zielrichtung des Vorratsbeschlusses und der konkreten Übernahmesituation entstehen, können von den Mitgliedern des Vorstands zu ex-post opportunistischem Verhalten ausgenutzt werden. Vorratsbeschlüsse müssen deshalb durch einen funktionsfähigen Mechanismus flankiert werden, der es den Aktionären ermöglicht, ihre Entscheidung entsprechend der konkreten Übernahmesituation zu revidieren. Zu diesem Zweck sollen die Aktionäre die Möglichkeit haben, ein Veto gegen den Rückgriff des Vorstands auf Vorratsbeschlüsse einzulegen.¹³⁰⁹ Will der Vorstand also im Rahmen eines Übernahmeverfahrens von Vorratsbeschlüssen Gebrauch machen, so hat er den Aktionären Gelegenheit zu geben, schriftlich oder in elektronischer Form gegen ein solches Vorgehen Einspruch zu erheben. Ein solches ex-post Vetoverfahren für die Aktionäre während des Übernahmeprozesses ist als neue Kommunikationsform zwischen den Aktionären und der Unternehmensleitung neben dem existierenden Aktienrecht zu entwickeln. Eine im Vergleich zur Hauptversammlung weniger formal und flexiblere Ausgestaltung des Verfahrens ermöglicht eine neue Qualität der Beteiligung von Aktionären an der Corporate Governance und verhindert zugleich, dass bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen gegenüber anderen posi-

¹³⁰⁶ Vgl. zu der Begründung der unterschiedlichen Mehrheitserfordernisse Gliederungspunkt 12.3.2.2.1.1.3.

¹³⁰⁷ Vgl. Gliederungspunkt 12.3.2.2.1.2.

¹³⁰⁸ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.1.2.4.

¹³⁰⁹ Vgl. *Kirchner* (2002), S.61ff.; *Kirchner/Painter* (2000), S.382; *Kirchner/Painter* (2002), S.467; dahingehend auch *Denzel* (2005), S.214.

tiv diskriminiert werden. Darüberhinaus können mit Hilfe des Verfahrens neue entscheidungswichtige Informationen erschlossen und neue Strategien entwickelt werden, die zu einer Unternehmenswertsteigerung im Übernahmeverfahren beitragen.¹³¹⁰

12.3.2.2.2.2 Ablauf und Rechtsfolgen des ex-post Vetoverfahrens

Liegt ein Vorratsbeschluss zu Verteidigungsmaßnahmen vor, so muss das ex-post Vetoverfahren spätestens mit Veröffentlichung eines Übernahmeangebots durch den Vorstand des Zielunternehmens eröffnet werden. Von diesem Zeitpunkt an haben die Aktionäre die Möglichkeit, ihr Veto gegen das Ergreifen der von dem Beschluss umfassten Verteidigungsmaßnahme einzulegen. Das Verfahren ist nicht termingebunden und läuft solange, bis sich eine Mehrheit, die mindestens die Hälfte des Grundkapitals umfasst, gegen das zur Abstimmung gestellte Vorgehen des Vorstands ausspricht. Hinsichtlich der Stimmrechtsvertretung sollen die aktienrechtlichen Vorschriften zur Stimmrechtsvertretung im Rahmen der Hauptversammlung entsprechend anzuwenden sein. Findet sich keine Mehrheit, so endet das Verfahren mit Ablauf der Annahmefrist. Sobald sich die erforderliche Mehrheit gegen das Vorgehen des Vorstands ausgesprochen hat, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand nicht annehmen durfte im Unternehmensinteresse zu handeln. Maßnahmen, die bis zu dem Vorliegen eines Mehrheitsvetos ergriffen wurden, sind von der Wirkung des Vetos nicht betroffen. Allerdings hat der Vorstand die Maßnahmen zurückzunehmen, soweit dies rechtlich und faktisch möglich ist und zu keiner Schädigung des Unternehmens führt. So ist beispielsweise vorstellbar, dass ein Gegenangebot auf das Bieterunternehmen zurückgezogen wird. Die Rückgängigmachung eines Verkaufs wesentlicher Vermögensgegenstände oder eines Zukaufs von Gesellschaftsvermögen wird nach Abschluss entsprechender Verträge indes nicht möglich sein. Kommt es zu einem Mehrheitsveto, so hat der Vorstand das Recht, die Hauptversammlung endgültig über die infrage stehenden Maßnahmen abstimmen zu lassen. Diese kann mit einfacher Mehrheit, die mindestens die Hälfte des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, dessen Vorgehen billigen.

Der Vorteil eines ex-post Vetoverfahrens gegenüber einem Verfahren, dass die ex-ante Zustimmung der Aktionäre erfordert, liegt darin, dass sich der Vorstand nicht bis zu dem Zeitpunkt, zu dem das Abstimmungsergebnis feststeht, auf für ihn rechtlich unsicherem Terrain bewegt und deshalb unter Umständen vorerst

¹³¹⁰ Vgl. *Kirchner* (2002), S.60f.

von dem Ergreifen notwendiger Maßnahmen absieht, um sich keinem Haftungsrisiko auszusetzen.

12.3.2.2.2.3 Technische Umsetzungsfragen

Als Infrastruktur für das Abstimmungsverfahren soll das Internet dienen und die Stimmabgabe soll auf elektronischem Wege erfolgen können. In Anbetracht der Tatsache, dass mittlerweile ein Großteil der Aktionäre das Internet zumindest als Informationsquelle nutzt,¹³¹¹ dürfte die Abwicklung des Verfahrens im Internet keine Probleme mehr bereiten. Alternativ ist den Aktionären auch Gelegenheit zu geben, auf schriftlichem Wege an der Abstimmung teilzunehmen. Im Rahmen eines internetbasierten Forums ist den Aktionären (einschließlich deren Vertretern), dem Aufsichtsrat des Zielunternehmens sowie dem Bieter die Möglichkeit zu geben, zum Abstimmungsgegenstand und den vom Vorstand zur Verfügung gestellten Informationen Stellung zu nehmen und sich über diese auszutauschen.¹³¹² Als geeignete Plattform für das Verfahren bietet sich die Homepage des Zielunternehmens an. Ein erster Schritt in diese Richtung wurde mit der Einführung des § 124 a AktG getan, nach dem bestimmte Informationen im Zusammenhang mit der Hauptversammlung auf der Internetseite des Unternehmens zugänglich gemacht werden müssen. Was die elektronische Stimmabgabe in der Hauptversammlung über das Internet betrifft, so konnten diesbezüglich bereits in einigen Ländern praktische Erfahrungen gesammelt und Softwarelösungen entwickelt werden. In der Europäischen Union ist die elektronische Stimmabgabe, insbesondere in Österreich und Dänemark, keine Ausnahme mehr, und in Delaware, wo der Grundstein für die elektronische Stimmabgabe durch eine Gesetzesnovelle bereits im Jahre 2000 gelegt wurde, sind mittlerweile Verfahren zu einer nahezu durchweg virtuellen Hauptversammlung entwickelt und durchgeführt worden.¹³¹³ Auch in Deutschland ist mit dem ARUG die rechtliche Grundlage für die elektronische Stimmabgabe geschaffen worden, und es werden hierfür mittlerweile auch entsprechende Softwarelösungen angeboten.¹³¹⁴ Eine, an weniger formale Voraussetzung geknüpfte Abstimmung außerhalb der Hauptversammlung wäre technisch also mit keinen grundlegenden Problemen verbunden.

Wichtig ist allerdings, dass entsprechende Sicherheitsanforderungen im Zusammenhang mit der Schaffung zuverlässiger elektronischer Kommunikationsformen,

¹³¹¹ 2007 nutzten 79,9 % der Aktionäre das Internet, DAI Factbook 2007, 08.3-PC-A.

¹³¹² Vgl. zur Stärkung der Binnenkommunikation ausführlich Gliederungspunkt 12.3.2.4.

¹³¹³ Vgl. *Giedinghagen* (2005), S.70ff. und 88ff.; *Ochmann* (2009), S.128; *Krans* (2007), S.33f.

¹³¹⁴ Vgl. beispielsweise STARvote von ADEUS oder POLYAS von Micromata.

und insbesondere mit der Feststellung der Identität der Aktionäre erfüllt werden. Zur Identifikation stehen unterschiedliche Methoden, wie digitale Signaturkarten, elektronische Signaturen, biometrische Signaturen oder herkömmliche PIN- und Passwortsysteme zur Verfügung.¹³¹⁵ Bei der Wahl der Methoden zur Feststellung der Identität muss beachtet werden, dass diese für Aktionäre nicht wegen ihrer Kompliziertheit abschreckend wirken oder mit zu hohen Kosten verbunden sind. PIN- und Passwortsysteme hätten den Vorteil, dass die Aktionäre mit solchen Systemen weitestgehend vertraut sein werden und sie mit geringen Kosten und Aufwand verbunden sind. Zwar würden diese Systeme die Gefahr bergen, dass Zugangscodes an Unberechtigte weitergegeben werden, doch stellt sich dieses Problem in gleicher Weise für bekannte Systeme der Identifikation, wie beispielsweise der Versendung von Eintrittskarten, ebenfalls im Zusammenhang mit Hauptversammlungen. Zudem kann die Weitergabe der Zugangscodes als konkludent erteilte Bevollmächtigung des Empfängers angesehen werden, was das Problem deutlich entschärft.¹³¹⁶ In Anbetracht der Vielfältigkeit der technischen Möglichkeiten zur Ausgestaltung des Abstimmungsverfahrens und der ständig fortschreitenden Entwicklung auf dem Gebiet des Internets, sollte jedoch von einer konkreten Bestimmung der technischen Voraussetzungen abgesehen und die Schaffung der notwendigen Infrastruktur den einzelnen Unternehmen überlassen werden.¹³¹⁷ Für den Fall, dass das betroffene Zielunternehmen nicht bereits auf Namenaktien umgestellt hat und infolgedessen direkt mit seinen Aktionären in Verbindung treten kann, wären die Depotinstitute als Intermediäre dazu zu verpflichten, die Unternehmen bei der Umsetzung des Verfahrens zu unterstützen.¹³¹⁸

12.3.2.2.2.4 Ausgestaltung des Abstimmungsgegenstandes

Der Vorstand soll für den Inhalt und die Ausgestaltung des Abstimmungsgegenstandes verantwortlich sein. Er hat all die Maßnahmen zur Abstimmung zu stellen, die von dem Vorratsbeschluss umfasst sind und denen er sich im Übernahmeverfahren konkret oder unter bestimmten Umständen bedienen will. Die Maßnahmen müssen konkret bestimmt sein und der Vorstand muss den Zweck, den er mit ihnen verfolgt, sowie die Umstände unter denen er von ihnen Gebrauch machen will, genau darlegen. Darüberhinaus hat er die Wirkung der Maßnahmen unter

¹³¹⁵ Vgl. zur elektronischen Stimmabgabe in der Hauptversammlung *Fleischhauer* (2001), S.1137; *Giedinghagen* (2005), S.102ff., *Ochmann* (2009), S.129f.

¹³¹⁶ Vgl. *Fleischhauer* (2001), S.1137; *Ochmann* (2009), S.130.

¹³¹⁷ Vgl. *Ochmann* (2009), S.130.

¹³¹⁸ Vgl. zu den Problemen in Zusammenhang mit der Binnenkommunikation bei Inhaberaktionären *Schmitz* (2003), S.53ff.

Berücksichtigung des Unternehmensinteresses und die, durch Maßnahmen für das Unternehmen entstehenden Kosten zu benennen. Ferner müssen die Aktionäre darüber informiert werden, zu welchem Zeitpunkt der Vorstand frühestens von den Maßnahmen Gebrauch machen will. Die Angabe des Zeitpunktes ist wegen der Ausgestaltung des ex-post Vetoverfahrens von besonderer Bedeutung. Denn das Veto entfaltet keine Rückwirkung. Damit die Aktionäre nicht vor vollendete Tatsachen gestellt werden, sollten sie wissen, wann die Maßnahmen ergriffen werden, um ihre Stimme rechtzeitig bis zu diesem Zeitpunkt abgeben zu können. Schließlich müssen die Aktionäre jederzeit den Stand der Abstimmung, also die Anzahl der bisher abgegebenen Vetostimmen im Verhältnis zur Anzahl der Stimmen, die zum Erreichen der Vetomehrheit erforderlich sind, abfragen können.

12.3.2.3 Ad-hoc Abstimmungen außerhalb der Hauptversammlung

Auf Wunsch des Vorstands oder auf Verlangen der Aktionäre soll alternativ zu einer Abwehrhauptversammlung eine ad-hoc Abstimmung außerhalb der Hauptversammlung über solche Maßnahmen, die in die Geschäftsführungskompetenz des Vorstands fallen und nicht von einem Vorratsbeschluss oder einem Beschluss der Abwehrhauptversammlung gedeckt sind, abgehalten werden können.

12.3.2.3.1 Zur Notwendigkeit einer ad-hoc Abstimmung

Angesichts der mittlerweile zulässigen elektronischen Stimmabgabe in der Hauptversammlung könnte allerdings die Frage gestellt werden, warum es eines solchen ad-hoc Abstimmungsverfahrens neben der Abwehrhauptversammlung überhaupt bedarf. Durch die ad-hoc Abstimmung soll ein Mechanismus eingeführt werden, der im Vergleich zur Hauptversammlung mit weniger Organisationsaufwand verbunden ist, sowie den Aktionären eine zeitnahe und kostengünstige Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Corporate Governance während des Übernahmeverfahrens gibt. Ob Bedarf für ein separates ad-hoc Abstimmungsverfahren besteht, hängt letztlich davon ab, ob diese Kriterien auch durch die Abwehrhauptversammlung erfüllt werden können. Dies ist jedoch aus mehreren Gründen zu verneinen. Zunächst liegt es alleine in der Satzungsfreiheit der Unternehmen, ob sie eine Stimmabgabe in der Hauptversammlung auf elektronischem Wege zulassen, weshalb keineswegs garantiert ist, dass im Rahmen der Abwehrhauptversammlung eines jeden Zielunternehmens eine elektronische Stimmabgabe möglich ist. (Allerdings könnte diesem Umstand mit einer verpflichtenden Regelung des WpÜG zur Möglichkeit einer elektronischen Stimmrechtsabgabe begegnet werden.) Darüberhinaus bestehen im Rahmen einer Hauptversammlung neben dem Stimmrecht auch das Auskunfts- und Vorschlagsrecht sowie das Anfechtungsrecht, womit zugleich höhere organisatorische Anforderungen zu stellen sind und das rechtzeitige Wirksamwerden der Hauptversammlungsbeschlüsse durch Anfechtung gefährdet ist. Auch ist die Vorbereitung der Hauptversammlung mit großem organisatorischem und formalem Aufwand verbunden. Zu diesem Umstand trägt auch die Tatsache bei, dass Hauptversammlungen nachwievor als auf-

wändige Präsenzhauptversammlungen abzuhalten sind; die Internet-Teilhabe besteht allein als Zusatzoption.¹³¹⁹ Eine übernahmerechtliche ad-hoc Abstimmung kann demgegenüber weitaus flexibler und mit geringerem Organisationsaufwand gestaltet werden, um angesichts des Problems der rationalen Apathie möglichst viele Aktionäre an der Abstimmung teilhaben zu lassen.

12.3.2.3.2 Ablauf und Rechtsfolgen der ad-hoc Abstimmung

Mit der ad-hoc Abstimmung soll die Frage geklärt werden, ob eine Verteidigungsmaßnahme, die in die Geschäftsführungskompetenz des Vorstands fällt, im Unternehmensinteresse liegt oder nicht. Zu einer entsprechenden Abstimmung soll für den Fall, dass zu den betroffenen Maßnahmen kein Vorratsbeschluss oder ad-hoc Beschluss der Hauptversammlung vorliegt, sowohl durch den Vorstand als auch durch Aktionäre, deren Anteile zusammen den zwanzigsten Teil des Grundkapitals bilden, aufgerufen werden können. Den Aktionären muss zu diesem Zweck bereits mit Veröffentlichung des Übernahmeangebots die Möglichkeit gegeben werden, über das Internet oder schriftlich für das Abhalten einer ac-hoc Abstimmung über eine oder mehrere Maßnahmen zu votieren. Das Abstimmungsverfahren soll über einen Zeitraum von zehn Tagen laufen. Billigen die Aktionäre mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen das Vorgehen des Vorstands, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand bei solchen Maßnahmen vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Spricht sich im Rahmen einer solchen Abstimmung die Mehrheit gegen die Maßnahmen des Vorstands aus, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand nicht annehmen durfte im Unternehmensinteresse zu handeln. Die Ergebnisse der ad-hoc Abstimmung werden folglich mit einfacher Stimmrechtsmehrheit herbeigeführt. Um jedoch Zufallsergebnisse zu vermeiden, soll das Votum nur gültig sein, wenn sich mindestens die Hälfte des Grundkapitals an der Abstimmung beteiligt hat. Ein Negativvotum, dass auf eine Abstimmungsinitiative der Aktionäre zurückgeht, soll keine Rückwirkung entfalten können, um den Vorstand keiner Rechtsunsicherheit auszusetzen, die ihn ansonsten von dem Ergreifen dringend gebotener Maßnahmen abhalten würde. Geht die Abstimmungsinitiative indes von dem Vorstand aus, so muss er mit einem Negativvotum rechnen, weshalb eine Rückwirkung nicht unangemessen ist.

12.3.2.3.3 Technische Umsetzungsfragen und Ausgestaltung des Abstimmungsgegenstandes

¹³¹⁹ Vgl. Noack (2008b), Rn.92 und 100.

Die Durchführung der Abstimmung soll wie das ex-post Vetoverfahren in erster Linie über das Internet erfolgen. Jedoch ist solchen Aktionären, die keinen Internetzugang haben, Gelegenheit zu geben, per Brief an der Abstimmung teilzunehmen. Hinsichtlich der technischen Detailfragen zur Ausgestaltung des Verfahrens sei auf die Ausführungen zu dem ex-post Vetoverfahren verwiesen.¹³²⁰

Ebenso wie im ex-post Vetoverfahren soll Vorstand für den Inhalt und die Ausgestaltung des Abstimmungsgegenstandes verantwortlich sein. Die zur Abstimmung gestellten Maßnahmen müssen demnach konkret bestimmt sein und der Vorstand muss den Zweck, den er mit den Maßnahmen verfolgt, sowie die Umstände unter denen er von den Maßnahmen Gebrauch machen will, genau darlegen. Darüberhinaus hat er die Wirkung der Maßnahmen hinsichtlich des Unternehmensinteresses und die durch die Maßnahmen für das Unternehmen entstehenden Kosten, sowie den für deren Umsetzung vorgesehenen Zeitplan zu benennen. Geht die Initiative zur Abstimmung von den Aktionären aus, so hat der Vorstand all die Verteidigungsmaßnahmen, die in seine Geschäftsführungskompetenz fallen zur Abstimmung zu stellen, denen er sich konkret oder unter bestimmten Umständen bedienen will und die nicht von einem Vorratsbeschluss oder ad-hoc Beschluss der Hauptversammlung umfasst sind.

12.3.2.4 Verbesserung des Informationsflusses und der Binnenkommunikation

Zur Abmilderung der Informationsprobleme soll den Aktionären durch die Schaffung einer internetbasierten Plattform, die von dem Zielunternehmen einzurichten ist, Zugang zu den, für ihre Entscheidungen im Rahmen der Hauptversammlung und anderweitiger Abstimmungsverfahren wichtigen Informationen gegeben werden. In § 124 a AktG hat der Gesetzgeber die Internetseite des Unternehmens als Plattform für die Bereitstellung von Informationen im Zusammenhang mit der Hauptversammlung vorgesehen. Für das Übernahmeverfahren müssten die Informationspflichten jedoch über den in § 124 a AktG vorgeschriebenen Umfang ausgeweitet und präzisiert werden.

Darüberhinaus soll eine solche internetbasierte Plattform es den Aktionären bzw. den Aktionärsvertretern ermöglichen, sich gegenseitig über relevante Punkte hinsichtlich des Übernahmeverfahrens und die, im Rahmen der Abwehrhauptversammlung, dem Vetoverfahren oder der ad-hoc Abstimmung zur Abstimmung gestellten Maßnahmen auszutauschen und die Entwicklung der Abstimmungen

¹³²⁰ Vgl. Gliederungspunkt 12.3.2.2.2.3.

außerhalb der Hauptversammlung zu beobachten.¹³²¹ Neben einer allgemeinen Verbesserung der Informationsgrundlage können auf diese Weise auch Probleme im Zusammenhang mit dem Gefangenendilemma abgemildert werden. Auf einer solchen Kommunikationsplattform sollten daneben auch dem Vorstand, dem Aufsichtsrat und dem Bieter die Möglichkeit gegeben werden, sich einzubringen, um die Informationsbasis zu erweitern und zu diversifizieren. Auch die von der EU-Kommission bestellte *High Level Group of Company Law Experts* betont in ihrem Gutachten zur Rolle moderner Kommunikationstechniken, dass die moderne Internet Technik für die Information, die Kommunikation und die Entscheidungsfindung der Aktionäre unter dem Aspekt der Corporate-Governance von großer Bedeutung ist, und die damit verbundenen Möglichkeiten umfänglich ausgenutzt werden sollten.¹³²² Einem Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance zufolge soll ein elektronisches Aktionärsforum bei dem elektronischen Bundesanzeiger angesiedelt werden, der bereits die aktienrechtlichen Pflichtmitteilungen publiziert.¹³²³ Zwar wird die Internetseite des Unternehmens bereits nach § 124 a AktG für die Bereitstellung der Informationen im Zusammenhang mit der Hauptversammlung genutzt, doch birgt die Nutzung der Internetseite des Unternehmens zur Kommunikation zwischen den Aktionären (in Verbindung mit möglichen Stellungnahmen des Bieters) Konfliktpotential, wenn sich beispielsweise eine Opposition gegen das Management des Zielunternehmens bildet.¹³²⁴ Im Anbetracht der schnell fortschreitenden technischen Entwicklungen sollte es letztlich - ebenso wie bei der technischen Ausgestaltung der Abstimmungsverfahren außerhalb der Hauptversammlung - den einzelnen Unternehmen überlassen werden, entsprechende Infrastrukturen zu entwickeln, damit diese flexibel dem aktuellen Stand der Technik angepasst werden können.

12.4 Wirkungsvergleich des Konzepts zu den bestehenden Vorschriften vor dem Hintergrund der Regelungsprobleme

12.4.1 Wahrung des Unternehmensinteresses

¹³²¹ Vgl. zur Schaffung eines Diskussionsforums *Habersack* (2001), S.193f. und 201; *Marsch-Barner* (2001). S.68; in diesem Sinne auch OECD Principles of Corporate Governance 2004, S.38f., abrufbar unter www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf.

¹³²² Vgl. Report der High Level Group of Company Law on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, S.48, abrufbar unter www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf; hierzu auch *Noack* (2008b), Rn.96.

¹³²³ Vgl. Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, *Baums* (Hrsg.), Köln 2001.

¹³²⁴ Vgl. *Noack* (2004), S.302.

Ein zentrales Problem des § 33 besteht darin, dass der Vorstand solche Maßnahmen im Übernahmeverfahren eigenmächtig nicht ergreifen darf, die aufgrund der durch das Übernahmeangebot neu geschaffenen Informationslage, geboten wären.¹³²⁵ Nach dem hier vorgeschlagenen Konzept ist der Vorstand indes dazu in der Lage, sich solcher Maßnahmen, die der neuen Informationslage geschuldet sind, eigenmächtig zu bedienen. Auf diese Weise ist gewährleistet, dass dem Unternehmensinteresse während des Übernahmeverfahrens umfänglicher Rechnung getragen wird und möglicherweise auch Interessen der übrigen Stakeholder in die Handlungsentscheidung des Vorstands mit einfließen können.¹³²⁶ Darüberhinaus kann der Vorstand im Rahmen der Business Judgment Rule dem Behinderungsverbot des § 3 Abs. 4 WpÜG in einem weiteren Umfang gerecht werden.

Die Regelung des § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG ist insofern problematisch, als die vom Aufsichtsrat erteilte Ermächtigung mit einfacher Mehrheit erteilt werden kann. Dies führt wegen der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats mit Aktionärs- und Arbeitnehmervertretern zu der Gefahr einer Unterrepräsentation der Aktionärsinteressen bei entsprechenden Entschlüssen.¹³²⁷ Dadurch, dass der Beschluss des Aufsichtsrats in dem vorgeschlagenen Konzept mit einer Mehrheit von drei Vierteln zu erfolgen hat, ist eine Gewichtung des Unternehmensinteresses unter ausreichender Berücksichtigung der Anteilseignerinteressen sichergestellt.¹³²⁸ Indem der Aufsichtsratsbeschluss zu einer unabdingbaren Voraussetzung für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen wird, ist auf der anderen Seite sichergestellt, dass die Arbeitnehmervertreter auf jeden Fall in die Entscheidung miteinbezogen werden und die Arbeitnehmerinteressen zur Geltung kommen können. Denn infolge der Dreiviertelmehrheit kann ein Beschluss des Aufsichtsrats nur mit mindestens der Hälfte der Stimmen der Arbeitnehmervertreter ergehen. Aber auch in dem vorgeschlagenen Konzept bleibt die Gefahr bestehen, dass die Eigeninteressen des Aufsichtsrats oder mögliche Interessensverzerrungen der Mitglieder des Aufsichtsrats mit denen des Vorstands zulasten des Unternehmensinteresses in den Aufsichtsratsbeschluss mit einfließen.

Durch das ex-post Vetoverfahren und die ad-hoc Beschlüsse wird den Anteilseignern die Möglichkeit gegeben, Einfluss auf die Entscheidungen des Vorstands über das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen zu nehmen, wenn sie befürchten, dass das Vorgehen des Vorstands ihren Interessen nicht angemessen Rech-

¹³²⁵ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.1.

¹³²⁶ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489f.

¹³²⁷ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.1.2.3.

¹³²⁸ Vgl. Gliederungspunkt 12.3.1.

nung trägt. Damit werden die Funktionsdefizite der Vorratsbeschlüsse und der Abwehrhauptversammlung der bestehenden Regelungen¹³²⁹ abgemildert. Gleichzeitig wird sichergestellt, dass kein Kompetenzvakuum¹³³⁰ entsteht, das der Bieter zulasten des Zielunternehmens ausnutzen kann. Ist der Vorstand mit mehr Abwehrkompetenzen ausgestattet und bestehen effizientere Möglichkeiten eine Abwehrstrategie nach der Abgabe des Übernahmeangebots zu realisieren, so wird auch nicht mehr ein so starkes Bedürfnis bestehen, entsprechend umfassende Vorratsbeschlüsse zu fassen, die eine für das Unternehmen nachteilige Signalwirkung haben.¹³³¹

Das vorgeschlagene Konzept trägt somit dazu bei, dass das Unternehmensinteresse im Übernahmeverfahren, im Vergleich zu den bestehenden Regelungen, in ausgewogenerer Weise Berücksichtigung findet. Denn die Einbeziehung der Aktionäre über die Abstimmungsverfahren außerhalb der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats in den Entscheidungsfindungsprozess schafft die notwendigen Voraussetzungen dafür, dass der Vorstand die Stakeholderinteressen in seine Entscheidungen miteinbeziehen muss bzw. kann und gleichzeitig der relative Vorrang der Anteilseignerinteressen gewahrt bleibt.¹³³²

12.4.2 Managementverhalten, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz

Im Rahmen der bestehenden Regelungen ist der Vorstand wegen der Neutralitäts- und Stillhaltepflicht grundsätzlich nicht in der Lage, eigenmächtig Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, die den Aktionären zum Vorteil gereichen. Die Möglichkeiten der Anleger, auf das Übernahmeverfahren Einfluss zu nehmen, sind ebenfalls stark beschränkt und die Aufsichtsratsermächtigung trägt den Anteilseignerinteressen infolge des einfachen Mehrheitserfordernisses auch nicht ausreichend Rechnung.¹³³³ Durch das ex-post Vetoverfahren, die ad-hoc Beschlüsse, die Möglichkeit der elektronischen Stimmabgabe in der Abwehrhauptversammlung und die Beschlussfassung des Aufsichtsrats mit Dreiviertelmehrheit in dem vorgeschlagenen Konzept, wird sichergestellt, dass die Aktionärsinteressen angemessen, das heißt entsprechend den Interessensgewichtungen des Unternehmensinteresses, Berücksichtigung finden. So werden der Anlegerschutz und das damit einhergehende Vertrauen der Anleger gestärkt. Es ist deshalb zu erwar-

¹³²⁹ Vgl. Gliederungspunkte 10.1.1.2.4 und 10.1.1.2.5.

¹³³⁰ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.2.2.

¹³³¹ Vgl. Gliederungspunkt 10.1.1.2.4.

¹³³² Vgl. *Kirchner* (2000b), S.1830.

¹³³³ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.2.

ten, dass das vorgeschlagene Konzept sich weniger negativ auf die Anlegeraktivität auswirkt, als die bestehenden Regelungen, womit die Kapitalmarkteffizienz gefördert wird.

12.4.3 Schaffung eines *level playing field*

Durch die Regelungen der § 33 und § 33 a WpÜG besteht gegenüber einem Unternehmen, dessen Jurisdiktion keine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht vorsieht, eine Diskriminierungsgefahr, was zu Verzerrungen des Kapitalmarkts führen kann.¹³³⁴ Im Rahmen des vorgeschlagenen Konzepts wird die Verteidigungsfähigkeit des Zielunternehmens im Vergleich zu den bestehenden Regelungen erhöht. Unter der transatlantischen Perspektive, aber auch im Hinblick auf europäische Staaten, die nach einem *opt-out* aus der europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht weniger strenge Regelungen erlassen haben, besteht mit der Business Judgment Rule ein höherer Grad an Waffengleichheit. Auf diese Weise können sowohl die Interessen der Anteilseigner als auch die der übrigen Stakeholder umfassender berücksichtigt werden. Die Ausbeutungsgefahr nimmt infolgedessen ab, was Verzerrungen des Kapitalmarkts vorbeugt. Zudem wird die Motivation zur Schaffung von protektionistischen Marktzutrittsschranken, die den Kapitalmarkt ebenfalls beeinträchtigen können, abnehmen, wenn der Vorstand sich im Unternehmensinteresse effektiv gegen schädigende Übernahmen wehren kann.

12.4.4 Die Zielkonflikte zwischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht

Indem die bestehenden Regelungen den Aktionären in der Praxis wenige Möglichkeiten geben, auf das Übernahmeverfahren über ihre unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Teilhaberechte Einfluss zu nehmen, privilegieren sie das anlegerorientierte Austrittsrecht gegenüber der aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive gebotenen Abstimmungsteilhabe. Gleichzeitig kann den, aus unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Perspektive notwendiger Weise zu berücksichtigen Interessen der übrigen Stakeholder vom Vorstand im Übernahmeverfahren nicht ausreichend Rechnung getragen werden.¹³³⁵ Demgegenüber werden die Rechte der Aktionäre zur Abstimmungsteilhabe in dem vorgeschlagenen Konzept, insbesondere durch das ex-post Vetoverfahren und die ad-hoc Beschlüsse sowie die Möglichkeit zur elektronischen Stimmabgabe in der Abwehrhauptversammlung gestärkt. Auch die vorgeschlagene Aktionärsplattform, die es den Anteilseignern ermöglicht, sich über Themen, die im Zusammenhang

¹³³⁴ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.3.

¹³³⁵ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.4.

mit dem Übernahmeangebot und der vom Vorstand verfolgten Strategie auszutauschen, verbessert deren Stellung im Hinblick auf die Abstimmungsteilhabe. Der Vorstand ist nach dem vorgeschlagenen Konzept auch besser in der Lage, während des Übernahmeverfahrens die Interessen der übrigen Stakeholder zu wahren. Versteht man die Regelungen zu den Verhaltenspflichten des Vorstands während des Übernahmeverfahrens als Konkretisierung dessen unternehmens- und gesellschaftsrechtlicher Pflichtenstellung, so kann das hier vorgeschlagene Konzept dazu beitragen, die Zielsetzungen des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts auf der einen und die des Kapitalmarktrechts auf der anderen Seite im Übernahmerecht in ein ausgewogenes Verhältnis zu bringen.¹³³⁶

12.4.5 Der zeitliche begrenzte Anwendungsbereich übernamerechtlicher Regelungen

Der zeitliche begrenzte Anwendungsbereich, der nur sehr beschränkt mit dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht kompatiblen Regelungen des § 33 und § 33 a WpÜG führt dazu, dass öffentliche Unternehmensübernahmen gegenüber anderen Formen der Unternehmenskonzentration positiv diskriminiert werden. Denn im Rahmen anderer Formen der Unternehmenskonzentration ist es dem Vorstand, im Gegensatz zur Situation bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in größerem Umfang möglich, Maßnahmen im Unternehmensinteresse entsprechend seiner unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Pflichtenstellung zu ergreifen.¹³³⁷ Das vorgeschlagene Konzept schafft durch die grundsätzliche Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen die Voraussetzungen dafür, dass der Vorstand im Übernahmeverfahren einen Beurteilungsmaßstab zugrundelegen hat, der insbesondere im Hinblick auf die Interessen der übrigen Stakeholder weitestgehend dem Maßstab entspricht, auf den der Vorstand zurückgreifen muss, wenn er mit einer anderen Form der Unternehmenskonzentration konfrontiert ist. Damit kommt es zu einer weitestgehenden Gleichbehandlung der unterschiedlichen Formen der Unternehmenskonzentration, und der Grad der positiven Diskriminierung öffentlicher Unternehmensübernahmen mit den damit verbundenen Verzerrungen des Kapitalmarkts nimmt ab.¹³³⁸

Dem Problem der heterogenen Vorfeldregelungen in verschiedenen Jurisdiktionen eines internationalen Kapitalmarkts vermag das vorgeschlagene Konzept indes auch nicht gerecht zu werden. In diesem Zusammenhang wäre zumindest auf eu-

¹³³⁶ Vgl. *Kirchner* (1999), S.491.

¹³³⁷ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.5.

¹³³⁸ Vgl. *Kirchner* (1999), S.489.

ropäischer Ebene anzudenken, ob die Durchbrechungsregel umfangreicher gestaltet werden und für verbindlich erklärt werden sollte.

12.4.6 Corporate Governance und die positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen

Zwar trägt die grundsätzliche Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des § 33 und § 33 a WpÜG dazu bei, ex-post opportunistisches Verhalten des Vorstands einzudämmen, und fördert damit zugleich die Disziplinierungsfunktion des Markts für Unternehmenskontrolle, doch führen die bestehenden Regelungen zugleich zu einer ökonomisch nachteiligen Schlechterstellung des Unternehmens infolge die eingeschränkten Möglichkeiten zur effektiven Verteidigung gegen Übernahmeangebote.¹³³⁹ Das vorgeschlagene Konzept fördert die Verteidigungsfähigkeit des Zielunternehmens und trägt damit zur Realisierung der positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen bei. Was die Kontrollprobleme und die Gefahr eines ex-post opportunistischen Verhaltens des Managements betrifft, so wurden mit dem generellen Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats, dem ex-post Vetoverfahren und der ad-hoc Abstimmung Verfahren vorgestellt, die zugleich sicherstellen, dass der mit der Business Judgment Rule geschaffene Freiraum nicht zulasten des Zielunternehmens missbraucht wird. Das Konzept beeinträchtigt damit nicht die disziplinierende Wirkung des Markts für Unternehmenskontrolle und schafft gleichzeitig die Voraussetzungen dafür, dass die möglichen positiven ökonomischen Effekte von Verteidigungsmaßnahmen realisiert werden können. Allerdings wird mit dem Konzept das Problem der rationalen Apathie nicht vollständig beseitigt werden können. Auch wenn der Informationsfluss und die Binnenkommunikation durch die Möglichkeiten, die sich durch moderne Informationstechnologien bieten, gefördert werden, wird es sich dennoch für viele Kleinaktionäre nicht lohnen sich hinreichend zu informieren. Zudem bleibt im Rahmen der Vorratsbeschlüsse und der Abwehrhauptversammlung das Problem der strategischen Wahl bestehen.

12.5 Die europäische Perspektive

Aus der europäischen Perspektive stellen sich im Zusammenhang mit der Ausarbeitung der oben skizzierten Regelungsalternative zwei Fragen: Zum einen muss ausgehend von den bestehenden Regelungen der ÜRL gefragt werden, ob das Konzept der Business Judgment Rule mit den europarechtlichen Vorgaben vereinbar ist. Zum anderen muss diskutiert werden, in welchem Umfang es notwendig ist, insbesondere im Hinblick auf das Regelungsanliegen der Schaffung eines

¹³³⁹ Vgl. Gliederungspunkt 10.3.6.

level playing field und die unterschiedlichen Vorgaben des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts in den Mitgliedstaaten, das Konzept der Business Judgment Rule auch auf europäischer Ebene zu verankern.

12.5.1 Die Vereinbarkeit des Konzepts mit der ÜRL

Das Spektrum der Richtlinienkonformen Regelungen wurde bereits zuvor untersucht.¹³⁴⁰ Die Auslegung der Art. 9, 12 ÜRL führte zu dem Ergebnis, dass sich die Mindestanforderungen an die Umsetzung der Richtlinien in der Ermöglichung eines *opt-in* erschöpfen, solange gewährleistet ist, dass das nationale Recht nach dem Grundsatz des Art. 3 Abs. 1 c ÜRL eine Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse vorsieht. Das vorgestellte Konzept der Business Judgment Rule wäre also mit der ÜRL vereinbar, da dieses eine Verpflichtung des Managements auf das Unternehmensinteresse vorsieht.

12.5.2 Anforderungen an das europäische Recht *de lege ferenda*

Zur Durchsetzung von Regelungsanliegen auf europäischer Ebene stehen im Wesentlichen zwei Vorgehensweisen zur Verfügung.¹³⁴¹ Zum einen kann die Annäherung des Rechts der einzelnen Mitgliedstaaten darüber erreicht werden, konkrete Regelungsvorgaben durch Richtlinien zu bestimmen und gleichzeitig einen gewissen gestalterischen Spielraum für die Mitgliedstaaten zuzulassen, um den legislatorischen Wettbewerb zu fördern. Zum anderen kann der europäische Gesetzgeber durch normative Vorgaben schlicht die Schaffung oder Aufrechterhaltung gewisser Hindernisse in den Mitgliedstaaten untersagen und das Erreichen dieser Vorgaben gänzlich den Mitgliedstaaten überlassen. Auch auf diese Weise wird legalisatorischer Wettbewerb in der Europäischen Union geschaffen. Als Beispiele zu dem letztgenannten Vorgehen können der freie Waren- und Dienstleistungsverkehr sowie die Niederlassungsfreiheit genannt werden. Mit der ÜRL ist der europäische Gesetzgeber dem ersten Ansatz gefolgt, und somit sollte dieser auch im Zusammenhang mit Vorschlag von Regelungsalternativen beibehalten werden. Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass die grundsätzlichen Voraussetzungen für ein *level playing field* geschaffen sind, die konkrete Ausgestaltung im Detail aber den einzelnen nationalen Gesetzgeber überlassen ist, um in begrenztem Rahmen die positiven Effekte eines legalisatorischen Wettbewerbs und dem daraus resultierenden *race to the top* zur Geltung kommen zu lassen,

¹³⁴⁰ Vgl. Gliederungspunkt 9.3.4.

¹³⁴¹ Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen *Kirchner/Painter* (2000), S.394f.

ohne Gefahr zu laufen, dass ein zu weiter Gestaltungsspielraum zu einem *race to the bottom* führt.¹³⁴²

Hinsichtlich der Frage nach der Regelungsdichte befindet sich der Regelungsgegenstand in dem Spannungsfeld zwischen dem Anliegen der Schaffung eines *level playing field* auf der einen und der Notwendigkeit, dass sich die Regelungen in die jeweiligen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Besonderheiten der einzelnen Mitgliedstaaten einfügen, auf der anderen Seite.

An den Regelungen des § 33 und § 33 a WpÜG konnte bereits gezeigt werden, dass es das bestehende europäische Regelungskonzept mit der Möglichkeit zum *opt-out* aus der europäischen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht auf nationaler Ebene nicht vermag, die Voraussetzungen für ein *level playing field* zu schaffen.¹³⁴³ Betrachtet man die für den Markt für Unternehmenskontrolle wichtigsten Mitgliedstaaten Belgien, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Großbritannien, Spanien und Schweden, so haben lediglich Frankreich, Großbritannien und Italien nicht von dem *opt-out* Gebrauch gemacht.¹³⁴⁴ Verbunden mit der Tatsache, dass im Falle eines *opt-out* ein weites Spektrum an bedeutend weniger strengen alternativen Regelungen zu den Verhaltenspflichten für die Mitgliedstaaten offen steht,¹³⁴⁵ lässt das den Schluss zu, dass die Schaffung eines *level playing field* in Europa mit der ÜRL nicht zu erreichen ist. Was die transatlantische Perspektive betrifft, so ist die ÜRL mit der strengen Neutralitäts- und Stillhaltepflicht ohnehin nicht geeignet, in Anbetracht der weitaus weniger restriktiven modifizierten Business Judgment Rule der USA ein *level playing field* zu schaffen. Soweit die Mitgliedstaaten nach einem *opt-out* ebenbürtige Regelungen installieren, ist das kein Verdienst der ÜRL.

Der Schaffung eines *level playing field* auf europäischer Ebene wäre am besten gedient, wenn der europäische Gesetzgeber allgemeinverbindliche Regeln für die Verhaltenspflichten des Managements bei öffentlichen Übernahmeangeboten ohne die Möglichkeit des *opt-out* vorschreiben würde. Entsprächen diese Regeln im Wesentlichen der US-amerikanischen Business Judgment Rule, würde dies auch zu einer weitestgehenden Waffengleichheit unter transatlantischer Perspektive führen.

¹³⁴² Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 6.2.2.2.

¹³⁴³ Vgl. Gliederungspunkt 6.2.2.2.

¹³⁴⁴ Vgl. Handelsblatt vom 17.4.2007 „Übernahmerecht in ausgewählten europäischen Ländern“; ausführlich zu der Umsetzung der Richtlinie auch *Baums/Cahn* (2006).

¹³⁴⁵ Vgl. Gliederungspunkt 9.3.4.2.

Nun ist aber auf der anderen Seite zu berücksichtigen, dass in den unterschiedlichen Mitgliedstaaten auch unterschiedliche unternehmens- und gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen für die Umsetzung einer übernahmerechtlichen Business Judgment Rule herrschen und die Corporate Governance Tradition verschieden ausgeprägt sein kann. Auch wurde am Beispiel Deutschlands gezeigt, dass das Us-amerikanische Modell nicht eins-zu-eins auf andere Rechtsordnungen übertragbar ist.¹³⁴⁶ So wie auch die ÜRL keine strikten Vorgaben für den Bieter im Übernahmeverfahren vorschreibt, sondern vielmehr allgemeine Regeln, die durch die Mitgliedstaaten zu konkretisieren sind, aufstellt, sollte auch die Business Judgment Rule als allgemeiner Grundsatz, verbunden mit der Möglichkeit zu einer Aktionärsabstimmung außerhalb der Hauptversammlung, zur Kontrolle des Managements von einer ÜRL *de lege ferenda* vorgesehen werden. Die konkrete Ausgestaltung sollte den Mitgliedstaaten entsprechend deren spezifischen rechtlichen Rahmenbedingungen überlassen bleiben. Auf diese Weise würde zugleich der legalisatorische Wettbewerb gefördert werden, denn die Qualität der Regulierung der Verhaltenspflichten des Managements bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist ein wesentlicher Standortfaktor für Unternehmen.¹³⁴⁷ Der zu erwartende Wettbewerb könnte besonders fruchtbar im Hinblick auf die Entwicklung innovativer internetbasierter Verfahren zur Abhaltung der Aktionärsabstimmung sein.

Dem Problem der heterogenen Vorfeldregelungen in verschiedenen Jurisdiktionen eines internationalen Kapitalmarkts könnte zumindest auf europäischer Ebene damit begegnet werden, dass die Durchbrechungsregel ihrem Umfang nach erweitert und für verbindlich erklärt wird.

12.6 Abschließende Stellungnahme

In dem vorangegangenen Abschnitt wurde die Business Judgment Rule als Alternativkonzept zu den bestehenden Regelungen der Verhaltenspflichten des Vorstands bei öffentlichen Unternehmensübernahmen diskutiert. Es konnte gezeigt werden, dass dieses Konzept mit erheblichen Kontrollproblemen bezüglich der Corporate Governance einhergeht. Jedoch konnten Mechanismen aufgezeigt werden, mit denen den Kontrollproblemen effektiv begegnet werden kann. In diesem Zusammenhang sind insbesondere der zwingende Aufsichtsratsbeschluss mit Dreiviertelmehrheit, die Möglichkeit der elektronischen Stimmrechtsabgabe, das ex-post Vetoverfahren und das ad-hoc Abstimmungsverfahren außerhalb der Hauptversammlung zu nennen. Der Wirkungsvergleich zu den bestehenden Rege-

¹³⁴⁶ Gliederungspunkt 11.4.3.

¹³⁴⁷ Vgl. *Kirchner/Painter* (2000), S.361f. und 394f.

lungen hat gezeigt, dass das vorgeschlagene Konzept diesen hinsichtlich aller diskutierten Regelungsprobleme überlegen ist.

Die Arbeit soll im nachfolgenden Abschnitt mit einem alternativen Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG enden. In dem Formulierungsvorschlag werden sich nicht alle Punkte wiederfinden, die zuvor im Rahmen der Ansätze zur Lösung der Kontrollprobleme behandelt wurden. Dies gilt vor allem für die zu schaffende Kommunikationsplattform auf der sich die Aktionäre, aber auch die übrigen von der Übernahme betroffenen bzw. an der Übernahme beteiligten Akteure austauschen können. Die Schaffung einer solchen Plattform wäre unter Berücksichtigung der übrigen Regelungskomplexe des WpÜG im Rahmen der allgemeinen Vorschriften zum Angebotsverfahren im 3. Abschnitt des WpÜG zu regeln. Auch wird in dem nachfolgenden Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG nicht auf alle Einzelheiten der neu zu schaffenden Abstimmungsverfahren eingegangen werden können. Die Detailfragen zur konkreten Ausgestaltung der Abstimmungsverfahren sollten Gegenstand einer Rechtsverordnung sein.

13 Alternativer Formulierungsvorschlag zu § 33 WpÜG¹³⁴⁸

- (1) Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben sich im Zeitraum zwischen der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots und der Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 ausschließlich am Unternehmensinteresse zu orientieren. Dem Vorstand steht es frei, solche Maßnahmen zur Erhaltung der Unabhängigkeit der Zielgesellschaft (Verteidigungsmaßnahmen) zu ergreifen, die im Interesse der Zielgesellschaft liegen, solange diese nicht ausschließlich darauf gerichtet sind, das Übernahmeangebot zu vereiteln. Vorbehaltlich der in dieser Vorschrift geregelten Ausnahmetatbestände hat der Vorstand im Zweifel nachzuweisen, dass die von ihm ergriffenen Maßnahmen im Interesse der Zielgesellschaft liegen. Der Vorstand bedarf für das Ergreifen von Verteidigungsmaßnahmen der Zustimmung des Aufsichtsrats mit einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen.
- (2) Eine während des in Absatz Satz 1 genannten Zeitraums einberufene Hauptversammlung kann den Vorstand mit einfacher Mehrheit zu einzel-

¹³⁴⁸ Der Formulierungsvorschlag stimmt weitestgehend mit den Formulierungsvorschlägen aus *Kirchner* (2002), S.63f. überein, die zum Teil gemeinsam mit Prof. Richard Painter verfasst wurden,

nen Verteidigungsmaßnahmen ermächtigen. Mit einer Mehrheit von drei Vierteln des an der Abstimmung beteiligten Grundkapitals, kann die Hauptversammlung den Vorstand zu allen Verteidigungsmaßnahmen ermächtigen, die dieser zur Wahrung der Interessen der Zielgesellschaft für angemessen hält. Für Maßnahmen, die von einem entsprechenden Beschluss gedeckt sind gilt die Vermutung, dass der Vorstand bei deren Ergreifen vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Auch ohne an der Versammlung teilzunehmen, dürfen die Aktionäre ihre Stimme schriftlich oder im Wege der elektronischen Kommunikation abgeben (Briefwahl). Im Falle einer Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses gilt die unwiderlegliche Rechtsvermutung, dass das Vollzugsinteresse an dem Beschluss gegenüber den zu erwartenden Nachteilen für den Antragssteller überwiegt. Die Satzung der Zielgesellschaft kann vorsehen, dass das Anfechtungsrecht gegen Hauptversammlungsbeschlüsse, die während des in Absatz 1 Satz 1 genannten Zeitraums zu Verteidigungsmaßnahmen ergreifen, ausgeschlossen ist. Für Aktionäre oder deren Vertreter, die nicht physisch an der Hauptversammlung teilnehmen, ist das Anfechtungsrecht generell ausgeschlossen.

- (3) Die Hauptversammlung kann den Vorstand vor dem in Absatz 1 Satz 1 genannte Zeitraum mit einfacher Mehrheit zu einzelnen Verteidigungsmaßnahmen ermächtigen. Mit einer Mehrheit von drei Vierteln des an der Abstimmung beteiligten Grundkapitals, kann die Hauptversammlung den Vorstand zu allen Verteidigungsmaßnahmen ermächtigen, die dieser zur Wahrung des Interesses der Zielgesellschaft für angemessen hält. Die Ermächtigung kann für höchstens 3 Jahre erteilt werden. Will der Vorstand von der Ermächtigung nach diesem Absatz Gebrauch machen, so hat er den Aktionären Gelegenheit zu geben, schriftlich oder im Wege der elektronischen Kommunikation dagegen Einspruch zu erheben. Spricht sich eine Mehrheit, die mindestens die Hälfte des Grundkapitals umfasst, gegen die betreffende Verteidigungsmaßnahme aus, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand bei deren Ergreifen nicht vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Der Vorstand kann jedoch die Hauptversammlung im Falle eines Negativbeschlusses endgültig über die betreffenden Maßnahmen abstimmen lassen. Diese kann die Maßnahmen trotz des Negativbeschlusses mit einer Mehrheit, die mindestens die Hälfte des an der Abstimmung beteiligten Grundkapitals umfasst, abschließend billigen.
- (4) Der Vorstand kann für den Fall, dass kein Hauptversammlungsbeschluss nach Absatz 2 oder Absatz 3 vorliegt, eine Abstimmung der Aktionäre über die Frage durchführen, ob eine Verteidigungsmaßnahme im Interesse der Zielgesellschaft liegt. Er hat eine solche Abstimmung durchzuführen,

wenn Aktionäre, deren Anteile zusammen den zwanzigsten Teil des Grundkapitals erreichen, die Durchführung einer solchen Abstimmung verlangen. Das Abstimmungsverfahren findet außerhalb der Hauptversammlung statt und läuft über einen Zeitraum von zehn Tagen. Spricht sich in einer solchen Abstimmung eine Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die zusammen die Hälfte des Grundkapitals umfasst, dafür aus, dass die Verteidigungsmaßnahmen im Interesse der Zielgesellschaft liegt, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand bei deren Ergreifen vernünftiger Weise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Spricht sich eine Mehrheit der abgegebenen Stimmen, die zusammen die Hälfte des Grundkapitals umfasst dagegen aus, so gilt die Vermutung, dass der Vorstand bei dem Ergreifen der Maßnahmen vernünftiger Weise nicht annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen im Unternehmensinteresse zu handeln. Ein negatives Abstimmungsergebnis ist nur dann rückwirkend, wenn die Initiative zur Abstimmung von dem Vorstand ausgeht.

Literaturverzeichnis

- Aaken, Anna van* (2003): „Rational Choice“ in der Rechtswissenschaft. Zum Stellenwert der ökonomischen Theorie des Rechts, Baden-Baden, 2003.
- Achatz, Hans* (1998): Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput, in: Müller/Leven (Hrsg.), Shareholder Value Reporting: Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien/Frankfurt a.M., 1998, S.13-25.
- Adams, Michael* (1989): Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, AG 1989, S.333-338.
- Adams, Michael* (1990a): Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, S.63-78.
- Adams, Michael* (1990b): Was spricht gegen eine ungehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer, AG 1990, S.243-252.
- Adams, Michael* (1994): Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“ Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht, AG 1994, S.148.
- Adolff, Johannes* (2002): Turn of the Tide?: The „Golden Share“ Judgments of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets, German Law Journal 2002: www.germanlawjournal.com/article.php?id=170.
- Akerlof, George A.* (1970): The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics, Vol.84, 1970, S.488-500.
- Alchian, Armen A. / Demsetz, Harold* (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, American Economic Review, Vol.62, 1972, S.777-795.
- Arnold, Arnd* (2007): Die Steuerung des Vorstandshandelns, München, 2007.

- Arrow, Kenneth J.* (1985): The Economics of Agency, in: Pratt/Zeckhauser (Hrsg.), Principals and Agents: The Structure of Business, 1985, S.37-51.
- Asquith, Paul / Wizman, Thierry A.* (1990): Even risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, S.195-213.
- Assmann, Heinz-Dieter* (1989): Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, *ZBB* 1989, S.49-63.
- Assmann, Heinz-Dieter / Basaldua, Nathalie / Bozenhardt, Friedrich / Peltzer, Martin* (1990): Übernahmeangebote, *ZGR*, Sonderheft 9, Berlin u.a., 1990, S.1-156.
- Assmann, Heinz-Dieter / Pötzsch, Thorsten / Schneider, Uwe H.* (2005): Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Köln 2005.
- Bainbridge, Stephen M.* (1992): Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes, *Pepperdine Law Review*, Vol.19, 1992, S.971-1025.
- Bainbridge, Stephen M.* (2008): The New Corporate Governance in Theory and Practice, New York, 2008.
- Bak, Jacke* (2003): Aktienrecht zwischen Markt und Staat, Wiesbaden, 2003.
- Ballerstedt, Kurt* (1977): Was ist Unternehmensrecht?, in: Pawlowski/Wiese/Wüst (Hrsg.), Festschrift Duden, München, 1977, S.15-36.
- Ballwieser, Wolfgang* (1994): Adolf Moxter und der Shareholder Value, in: Ballwieser/Böcking/Drukarczyk (Hrsg.), Düsseldorf, 1994, S.1377-1405.
- Balz, Ulrich / Arlinghaus, Olaf* (2003): Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions, München, 2003.
- Barnard, Chester J.* (1970): Die Führung großer Organisationen, Essen, 1970.
- Barnea, Amir / Haugen, Robert A. / Senbet, Lemma W.* (1985): Agency Problems and Financial Contracting, New York, 1985.
- Bästlein, Hanno M.* (1997): Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote. Eine ökonomische Betrachtung von Ursachen und Auswirkungen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Situation, Frankfurt a.M. u.a., 1997.
- Baumbach, Adolf / Hopt, Klaus J.* (1987): Handelsgesetzbuch, 27.Auflage, München 1987.

- Baums, Theodor* (1996): Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG, in: Regeling (Hrsg.), Europäisierung des Rechts, Köln, 1996, S.91-112.
- Baums, Theodor / Chan, Andreas* (2006), Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Europa, Berlin, 2006.
- Baums, Theodor / Randow, Philipp v.* (1995): Der Markt für Stimmrechtsvertreter, AG 1995, S.145-163.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1982a): The Case of Facilitating Tender Offers, Harvard Law Review, Vol.95, 1982, S.1028-1056.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1982b): The Case of Facilitating Tender Offers. A Reply and Extension, Stanford Law Review, Vol.35, 1982, S.23-50.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1985): Towards Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, Harvard Law Review, Vol.98, 1985, S.1693-1808.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1988): The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackermann (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of Hostile Takeovers, New York/Oxford 1988, S.371-397.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1989): Limiting Contractual Freedom in Corporate Law, The Desirable Limits of State Competition for Charters, Harvard Law Review, Vol.102, 1989, S.1820-1860.
- Bebchuk, Lucian Arye* (1994): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, Quarterly Journal of Economics Vol.109, 1994, S.957-993.
- Bebchuk, Lucian Arye* (2002): The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, University of Chicago Law Review, Vol.69, 2002, S.973-1035.
- Bebchuk, Lucian Arye / Ferrell, Allen* (1999): Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, Columbia Law Review, Vol.99, 1999, S.1168-1199.
- Bebchuk, Lucian Arye / Ferrell, Allen* (2001): A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, Virginia Law Review, Vol.87, 2001, S.111-164.
- Beckmann, Ralph / Kersting, Mark / Mielke, Werner* (2003): Das Neue Übernahmerecht, München, 2003.

- Behrens, Peter* (1986): Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, Tübingen 1986.
- Benckendorff, Andreas* (1998): Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998.
- Berding, Benjamin* (2002): Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze im Übernahmerecht, WM 2002, S.1149-1158.
- Bergström, Clas, Högfeldt, Peter / Macey, Jonathan R. / Samuelsson, Per* (1995): The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform, Columbia Business Law Review, Vol.95, 1995, S.495-524.
- Berle, Adolf A. / Means, Gardiner C.* (1932): The Modern Corporation and Private Property, London, 1932.
- Birke, Kai* (2006): Neutralitätspflicht der Hauptversammlung im Übernahmeprozess, Desinvestitionsentscheidungen versus Kollektiventscheid bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Baden-Baden, 2006.
- Bischoff, Jörg* (1994): Das Shareholder-Value-Konzept. Darstellung – Probleme - Darstellungsmöglichkeiten, Wiesbaden, 1994.
- Black, Bernard S.* (1989): Bidder Overpayment in Takeovers, Stanford Law Review, Vol.41, 1989, S.597-660.
- Black, Bernard S.* (1990): Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economics Analysis, Northwestern University Law Review, Vol.84, 1990, S.542-597.
- Black, Bernard S.* (1992): Agents watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice, UCLA Law Review, Vol.39, 1992, S.811-893.
- Blankart, Charles B.* (2001): Öffentliche Finanzen in der Demokratie, 4.Auflage, München, 2004.
- Böhm, Klaus Jürgen* (1999): Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in: v.Rosen/Seifert (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt a.M., 1999, S.327-340.
- Bonin, Gregor v.* (2004): Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder-Value und Stakeholderinteressen, Baden-Baden, 2004.
- Bosse, Christian* (2009): Grünes Licht für das ARUG: das Aktienrecht geht online, NZG 2009, S.807-813.

- Bradley, Michael* (1980): Interfirm Tender Offers and the Market of Corporate Control, *Journal of Business*, Vol.53, 1980, S.345-376.
- Bradley, Michal / Desai, Anand / Kim, Han* (1983): The Rational Behind Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, Vol.11, S.183-206.
- Brandi, Tim Oliver* (2003): in: Thaeter /Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, München, 2003, S.160-330.
- Bresser, Rudi K. / Kirchner, Christian* (1977): Reformansätze für eine Verwaltungsmachtkontrolle von Großunternehmen, AG 1977, S.145-158.
- Brown, Charles / Medoff, James L.* (1988): The Impact of Firm Acquisitions on Labor, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate Takeovers, Causes and Consequences, Chicago/London, 1988, S.9-25.
- Brudney, Victor* (1983): Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations, *California Law Review*, Vol.71, 1983, S.1072-1092.
- Brunner, Karl / Meckling, William H.* (1977): The Perception of Man and the Concept of Government, *Journal of Money, Credit and Banking* Vol.9, 1977, S.70-85.
- Buchanan, James M. / Tullock, Gordon* (2001): The Calculus of Consent, 2.Auflage, Michigan, 2001.
- Bühner, Rolf* (1990): Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart, 1990.
- Buxbaum, Richard M. / Hopt, Klaus J.* (1998): Legal Harmonization and the Business Enterprise, Berlin u.a., 1988.
- Caspari, Karl-Burkhard* (1994): Die geplante Insiderregelung in der Praxis, *ZGR* 1994, S.530-546.
- Coase, Ronald H.* (1937): The Nature of the Firm, *Economica*, Vol.4, 1937, S.386-405.
- Coffee, John C.* (1984): Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, *Columbia Law Review*, Vol.84, 1984, S.1145-1296.
- Coffee, John C.* (1988): Shareholders vs. Managers: The Strain in Corporate Web, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackermann (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of Hostile Takeovers, New York/Oxford, 1988, S.77-143.

- Coffee, John C.* (1990): Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, *The Georgetown Law Journal*, Vol.78, 1990, S.1495-1549.
- Coffee, John C.* (1991): Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, *Columbia Law Review*, Vol.91, 1991, S.1277-1366.
- Coppik, Jürgen* (2007): Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland, eine ökonomische Analyse, Baden-Baden, 2007.
- Demsetz, Harold* (1967): Towards a Theory of Property Rights, *American Economic Review*, Vol.57, 1967, S.347-359.
- Denzel, Stefanie* (2005): Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht, Ein Vergleich mit dem US-amerikanischen System der modifizierten Business Judgment Rule, Hamburg, 2005.
- Diekmann, Hans* (2007): Änderung im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz anlässlich der Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie in das deutsche Recht, *NJW* 2007, S.17-21.
- Dimke, Andreas W. / Heiser, Kristian J.* (2001): Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinienvorschlag 2000, *NZG* 2001, S.241-259.
- Dimke, Andreas W.*, Neutralitäts- und Stillhaltepflicht, Frankfurt a.M., 2007.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1981): The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harvard Law Review*, Vol.94, 1981, S.1161-1204.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1982a): Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol.35, 1982, S.1-21.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1982b): Corporate Control Transactions, *Yale Law Journal*, Vol.91, 1982, S.698-737.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1983): Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983, S.395-427.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1984): Manager's Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.9, 1984, S.540-571.
- Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.* (1991): The Economic Structure of Corporate Law, 1991.

- Ebenroth, Carsten T. / Daum, Thomas* (1999): Die Kompetenz des Vorstandes einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierte Übernahmen (Teil I und II), DB 1991, S.1105-1111 und S.1157-1161.
- Ehricke, Ulrich / Ekkenga, Jens / Oechsler, Jürgen* (2003): WpÜG Kommentar, München 2003.
- Eidenmüller, Horst* (2005): Effizienz als Rechtsprinzip, 3.Auflage, Tübingen 2005.
- Eidenmüller, Horst* (2007): Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 2007, S.2116-2121.
- Eisenberg, Melvin Aron* (1989): The Structure of Corporation Law, Columbia Law Review, Vol.89, 1989, S.1461-1525.
- Elschen, Rainer* (1991): Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie, Zfbf 1991, S.1002-1012.
- Erlei, Mathias / Leschke, Martin / Sauerland, Dirk* (2007): Neue Institutionen-ökonomik, 2.Auflage, Stuttgart, 2007.
- Expertengruppe* (2002): Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, Brüssel, vom 10. Januar 2002, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_de.pdf.
- Fama, Eugene F.* (1970): Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol.25, 1970, S.383-417.
- Fama, Eugene F. / Jensen, Michael C.* (1983a): Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983, S.301-325.
- Fama, Eugene F. / Jensen, Michael C.* (1983b) Agency Problems and Residual Claims, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983, S.327-349.
- Feldmann, Horst* (1995): Eine institutionelle Revolution?, Berlin, 1995.
- Fezer, Karl Heinz* (1986): Aspekte einer Rechtskritik an der economic analysis of law und am property rights approach, JZ 1986, S.817-824.
- Fezer, Karl Heinz* (1988): Nochmals: Kritik an der ökonomischen Analyse der Rechts, JZ 1988, S.223-228.

- Fitchew, Geoffrey* (1991): Political Choices, in: Buxbaum/Hertig/Hirsch/Hopt (Hrsg.), European Economic and Business Law, Berlin u.a., 1991, S.1-15.
- Fleischer, Holger* (2002b): Die „Business Judgment Rule“ im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie, in: Wank/Hirte (Hrsg.), Festschrift Wiedemann, München, 2002, S.827-849.
- Fleischer, Holger* (2002a): Schnittmengen des WpÜG mit benachbarten Rechtsmaterien - eine Problemskizze, NZG 2002, S.545-551.
- Fleischer, Holger* (2004): Behavioral Law and Economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – ein Werkstattbericht, in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer, Wirtschafts- und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung, Festschrift Immenga, München, 2004, S.575-587.
- Fleischer, Holger / Kalss, Susanne* (2002): Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, München, 2002.
- Fleischhauer, Jens* (2001): Hauptversammlung und Neue Medien, ZIP 2001, S.1133-1138.
- Flume, Werner* (1987): Körperschaftliche juristische Person und Personenverband, in: Musielak/Schurig (Hrsg.), Festschrift Kelgel, Stuttgart, 1987, S.147-161.
- Fotiou, Georgia* (2004): Informationsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, München, 2004.
- Friedman, Milton* (1953): The Methodology of Positive Economics, in: Friedman (Hrsg.), Essays in Positive Economics, Chicago, 1953, S.3-46.
- Gaughan, Patrik A.* (2002): Mergers, Acquisitions, And Corporate Restructuring, 3.Auflage, New York, 2002.
- Giedinghagen, Jan C.* (2005), Die virtuelle Hauptversammlung im US-amerikanischen und deutschen Aktienrecht, Hamburg, 2005.
- Gilson, Ronald J.* (1981): A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers, Stanford Law Review, Vol.33, 1981, S.819-891.
- Gilson, Ronald J.* (1982): Seeking Competitive Bids versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, Stanford Law Review, Vol.35, 1982, S.51-67.

- Gilson, Ronald J.* (1987): Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, *Virginia Law Review*, Vol.73, 1987, S.807-844.
- Gordon, Jeffrey N.* (1989): The Mandatory Structure of Corporate Law, *Columbia Law Review*, Vol.89, 1989, S.1549-1589.
- Gordon, Jeffrey N.* (1991): Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law, *University of Cincinnati Law Review*, Vol.60, 1991, S.347-385.
- Gordon, Jeffrey N.* (2003): An American Perspective on the New German Anti-Takeover Law, *Harvard John M. Olin Center for Law, Economic, and Business*, Discussion Paper Nr. 407, 2003.
- Gravelle Hugh / Rees, Ray* (2004): *Microeconomics*, 3.Auflage, New York, 2004.
- Grobys, Marcel* (2002): Arbeitsrechtliche Aspekte des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, *NZA* 2002, S.1-7.
- Großkommentar zum Aktiengesetz*: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Erster Band, §§ 1-53, 4.Auflage, Berlin, 2004.
- Großkommentar zum Aktiengesetz*: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Zweiter Band, §§ 53a-75, 4.Auflage, Berlin, 2008.
- Grossman, Sanford J. / Hart, Oliver D.* (1986): The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economics*, Vol.94, 1986, S.691-719.
- Grundmann, Stefan* (2006): Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie, in: Grundmann/Schwintowski/Reinhard/Weber (Hrsg.), *Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht*, Berlin, 2006, S.77-103.
- Haarmann, Wilhelm / Schüppen, Matthias* (2008): *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, 3.Auflage, Frankfurt a.M., 2008.
- Haarmann, Wilhelm / Schüppen, Matthias* (2008): *Öffentliche Übernahmeangebote*, 3.Auflage, Frankfurt a. M., 2008.
- Habersack, Mathias* (2001): Aktienrecht und Internet, *ZHR* 2001, S.172-203.
- Haddock, David D. / Macey, Jonathan R. / McChesney, Fred S.* (1987): Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers, *Virginia Law Review*, Vol.73, 1987, S.701-746.

- Hahn, Dieter* (1992): Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften, Eine juristische und ökonomische Analyse, München, 1992.
- Hardes, Heinz-Dieter / Schmitz, Frieder / Uhly, Alexander* (2002): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 8.Auflage, Oldenburg, 2002.
- Hart, Oliver D.* (1989): An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, Columbia Law Review, Vol.89, 1989, S.1757-1774.
- Hart, Oliver D. / Moore, John* (1990): Property Rights and the Nature of the Firm, Journal of Political Economics, Vol.98, 1990, S.1119-1158.
- Hauschka, Christoph E. / Roth, Thomas* (1989): Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S.181-196.
- Haussmann, Frederick* (1928): Vom Aktienwesen und Aktienrecht, Mannheim, 1928.
- Hecker, Renate* (2004): Das Pflichtangebot im deutschen Übernahmerecht. Anmerkungen aus modelltheoretischer Sicht, WiSt 2004, S.198-204.
- Heiser, Kristian J.* (1999): Interessenkonflikte in der Aktiengesellschaft und ihre Lösung am Beispiel des Pflichtangebotes, Münster u.a., 1999.
- Hellwig, Martin* (1997): Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet das Finanzsystem?, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, Tübingen, 1997, S.211-243.
- Herkenroth, Klaus E.* (1994): Konzernierungsprozesse im Schnittpunkt von Konzernrecht und Übernahmerecht, Berlin, 1994.
- Hilmer, Karsten* (2007): Die Übernahmerichtlinie und ihre Umsetzung in das deutsche Recht, Frankfurt a. M., 2007.
- Hirschman, Albert O.* (1970): Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, Cambridge, 1970.
- Hirte, Heribert* (2002): Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, S.623-658.
- Holler, Manfred J. / Illing, Gerhard* (2006): Einführung in die Spieltheorie, 3.Auflage, Berlin u.a., 2006.
- Homann, Karl / Kirchner, Christian* (1995): Ordnungsethik, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 14, 1995, S.189-211.

- Homann, Karl / Suchanek, Andreas* (2005): *Ökonomik. Eine Einführung*, 2.Auflage, Tübingen, 2005.
- Hommelhoff, Peter* (1988): *Die Konzernleitungspflicht*, 2.Auflage, Köln u.a., 1988.
- Höpner, Martin / Jackson, Gregory* (2001): *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*, Köln, 2001.
- Hopt, Klaus J.* (1975): *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken: gesellschafts-, bank-, und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute*, München, 1975.
- Hopt, Klaus J.* (1977): *Vom Aktien- zum Börsenrecht und Kapitalmarktrecht, Teil 2: Die Entwicklung im internationalen Vergleich*, ZHR 1977, S.389-444.
- Hopt, Klaus J.* (1991): *Übernahmen im europäischen Recht*, in: Löwisch/Schmidt-Leithoff/Schmiedel (Hrsg.), *Festschrift Rittner*, München, 1991, S.187-209.
- Hopt, Klaus J.* (1993): *Aktionärskreis und Vorstandsneutralität*, ZGR 1993, S.534-566.
- Hopt, Klaus J.* (1997): *Europäisches und Deutsches Übernahmerecht*, ZHR 161 1997, S.368 -420.
- Hopt, Klaus J.* (1998): *Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), *Festschrift Zöllner*, Köln u.a., 1998, Band 1, S.253-274.
- Hopt, Klaus J.* (2000): *Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), *Festschrift Lutter*, Köln, 2000, S. 1361-1400.
- Hopt, Klaus J.* (2002a): *Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, ZHR 2002, S.383-432.
- Hopt, Klaus J.* (2002b): *Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken*, ZGR 2002 S.333-376.
- Hopt, Klaus J.* (2007): *Feindliche Übernahmen, Protektionismus, One share one vote?*, EuZW 2007, S.257.
- Hüffer, Uwe* (2008): *Aktiengesetz Kommentar*, München, 2008.

- Hühner, Mario* (2001): Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung, AG 2001, S.68-78.
- Immenga, Ulrich / Noll, Bernd* (1990): Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht, EG-Kommission, Luxemburg, 1990.
- Jansen, Stephan A.* (2008): Mergers& Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, 5.Auflage, Wiesbaden, 2008.
- Jarrell, Gregg A. / Brickley, James A. / Netter, Jeffrey M.* (1988): The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980, Journal of Economic Perspectives, Vol.2, 1988, S.49-68.
- Jensen, Michael C.* (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol.76, 1986, S.323-329.
- Jensen, Michael C.* (1988a): Takeovers: Their Causes and Consequences, The Journal of Economic Perspectives, Vol.2, 1988, S.21-48.
- Jensen, Michael C.* (1988b): The Takeover Controversy, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackermann (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of Hostile Takeovers, New York/Oxford, 1988, S.314-354.
- Jensen, Michael C.* (2000): A Theory of the Firm, Cambridge u.a., 2000.
- Jensen, Michael C.* (2002): Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Business Ethics Journal, Vol.12, 2002, S.235-256.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H.* (1976): Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976, S.305-360.
- Jensen, Michael C. / Ruback, R.* (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics, Vol.11, 1983, S.5-50.
- Jolls, Christine / Sunstein, Cass R. / Thaler, Richard* (1998): A Behavioral Approach to Law and Economics, Stanford Law Review, Vol.50, 1998, S.1471-1550.
- Jürgenmeyer, Michael* (1984): Das Unternehmensinteresse, Heidelberg, 1984
- Kahneman, Danile / Tversky, Amos* (1986): Rational Choice and the Framing of Decisions, Journal of Business, Vol.59, 1986, S.251-278.

- Kalss, Susanne* (2001): *Anlegerinteressen: Der Anleger im Handlungs-dreieck von Vertrag, Verband und Markt*, Wien/New York, 2000.
- Käseberg, Thorsten / Kuhn, Anja* (2007): "Patriotisme économique" vs. Fair Play, Europarechtliche Grenzen von Maßnahmen der Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen, AG 2007, S.65-76.
- Kaserer, Christoph / Schiereck, Dirk / Achleitner, Ann-Kristin / Einem, Christoph v.* (2007): *Private Equity in Deutschland. Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen*, Norderstedt, 2007.
- Kerber, Markus C.* (2007): Staatliche Aktionärsprivilegien weiterhin ungeklärt - Anmerkungen zum Urteil des EuGH, NZG 2007, 942, NZG 2008, S.9-12.
- Kessel, Annette* (1995): *Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik Deutschland: eine agency-theoretische Betrachtungsweise*, Frankfurt a.M., 1995.
- Kirchgässner, Gebhard* (1988): Ökonomie als imperial(istisch)e Wissenschaft. Zur Anwendung des ökonomischen Verhaltensmodells in den benachbarten Sozialwissenschaften, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 7, 1988, S.128-145.
- Kirchgässner, Gebhard* (1991): *Homo Oeconomicus - das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Tübingen, 1991.
- Kirchner, Christian* (1983): Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts: Ein Forschungsansatz, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 2, 1983, S.137-160.
- Kirchner, Christian* (1988): Das Verhältnis der Rechtswissenschaft zur National-ökonomie. Die neue Institutionenökonomik und die Rechtswissenschaft, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 7, 1988, S.192-208.
- Kirchner, Christian* (1994): New Challenges to the Rationality Assumption – Comment, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft/ Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol.150, 1994, S. 37-41.
- Kirchner, Christian* (1997): *Ökonomische Theorie des Rechts*, Schriftenreihe der juristischen Gesellschaft zu Berlin, Heft 151, Berlin/New York, 1997.
- Kirchner, Christian* (1999): Neutralitäts- und Stillhaltepflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, AG 1999, S.481-492.

- Kirchner, Christian* (2000a): Szenarien einer „feindlichen“ Unternehmensübernahme: Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest, BB 2000 S.105-113.
- Kirchner, Christian* (2000b): Managerpflichten bei „feindlichen Übernahmeangeboten“, WM 2000, S.1821-1830.
- Kirchner, Christian* (2002): Unternehmensübernahmen im europäischen Kontext, in: Immenga/Schwintowski/Steinmeyer (Hrsg.), Unternehmen auf internationalen Märkten, Baden-Baden, 2002, S.49-64.
- Kirchner, Christian* (2005): Zur ökonomischen Theorie der juristischen Person - Die juristische Person im Lichte der Institutionenökonomik, in: Damm/Heermann/Veil (Hrsg.), Festschrift Raiser, Berlin, 2005, 181-202.
- Kirchner, Christian / Painter, Richard W.* (2000): European Takeover Law- Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law, European Business Organization Law Review, Vol.2, 2000, S.353-400.
- Kirchner, Christian / Painter, Richard W.* (2002): Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendation for Reform, American Journal of Comparative Law, Vol.50, 2002, S.451-476.
- Kirchner, Christian*, (2004a): Zur Ökonomie der legalisatorischen Wettbewerbs im europäischen Gesellschaftsrecht, in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), Wirtschafts-und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung, Festschrift Immenga, München, 2004, S.607-625.
- Kirchner, Christian*, (2004b): Grundstruktur eines neuen institutionellen Designs für die Arbeitnehmermitbestimmung auf der Unternehmensebene, AG 2004, S.197-200.
- Klein, Benjamin / Crawford, Robert G. / Alchian, Armen A.* (1978): Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, Journal of Law and Economics, Vol.21, 1978, S.297-326.
- Knott, Hermann J.* (2006): Freiheit, die ich meine: Abwehr von Übernahmeangeboten nach Umsetzung der EU-Richtlinie, NZG 2006, S.849-853.
- Koch, Bastian* (2001): Die Neutralitätspflicht des Vorstandes einer börsennotierten Aktiengesellschaft bei Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote, Kiel, 2001.

- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*: Zöllner (Hrsg.), Band 1, §§ 1-75, 2.Auflage, Köln, 1998.
- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*: Zöllner (Hrsg.), Band 5/1, § 179-240, 2.Auflage, Köln, 1995.
- Kölner Kommentar zum WpÜG*: Hirte/v.Bülow (Hrsg.), München, 2003.
- Köndgen, J. (1993): Die Relevanz der ökonomischen Theorie der Firma für rechtswissenschaftliche Fragestellungen, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993, S.128-155.
- Körner, Martina (2001): Die Neuregelung der Übernahmekontrolle nach deutschem und europäischem Recht- insbesondere zur Neutralitätspflicht des Vorstandes, DB 2001, S.367-371.
- Kort, Michael (2000): Rechte und Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald /Drygala (Hrsg.), Festschrift Lutter, Köln, 2000, S.1421-1447.
- Krans, Anatoli van der (2007): The Virtual Shareholder Meeting: How to make in work?, Journal of International Commercial Law and Technology 2007, Vol.2, S.32-37.
- Krause, Hartmut (1996): Das obligatorische Übernahmeangebot, Eine juristische und ökonomische Analyse, Baden-Baden, 1996.
- Krause, Hartmut (2000): Zur „Pool- und Frontenbildung“ im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche“ Übernahmeangebote, AG 2000, S.217-222.
- Kreps, David M. (1990): Game Theory and Economic Modeling, Oxford, 1990.
- Krieger, Gerd (2001): Das neue Übernahmegesetz: Preisfindung und Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), Gesellschaftsrecht 2001, RWS-Forum 20, Köln, 2001, S.284-328.
- Kropff, Bruno (1965): Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965, Düsseldorf, 1965.
- Kübler, Friedrich (2000): Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung, ZGR 2000, S.550-564.

- Kübler, Friedrich / Assmann, Heinz-Dieter* (2006): Gesellschaftsrecht, 6.Auflage, Heidelberg, 2006.
- Kuhner, Christoph / Schilling, Dirk* (2002): Maßnahmen der Unternehmensleitung zur Abwehr von Unternehmensübernahmen in der rechts- und wirtschaftspolitischen Diskussion, BFuP 2002, S.445-477.
- Kumpan, Christoph* (2007): Private Equity und der Schutz deutscher Unternehmen, AG 2007, S.461-472.
- Kümpel, Siegfried* (2004): Bank- und Kapitalmarktrecht, 3.Auflage, Köln, 2004.
- LaPortas, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert* (1997): Legal Determinates of External Finance, Journal of Finance, Vol.52, 1997, S.1131-1150.
- LaPortas, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert* (1998): Law and Finance, Journal of Political Economy, Vol.106, 1998, S.1133-1155.
- LaPortas, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert* (2000): Agency Problems and Divided Policies around the World, Journal of Finance, 2000, Vol.55, S.1-33.
- Lenel, Hans Otto* (1992): Über den Markt für Unternehmenskontrolle, in: Gröner (Hrsg.), Der Markt für Unternehmenskontrolle, Berlin, 1992, S.9-26.
- Liekefett, Kai Haakon* (2004): Die EU-Übernehmerichtlinie aus ökonomischer Perspektive, RIW 2004, S.824-836.
- Lieth, Oliver* (2007): Die ökonomische Analyse des Rechts im Spiegelbild klassischer Argumentationsrestriktionen des Rechts und seiner Methodenlehre, Baden-Baden, 2007.
- Lindstädt, Hagan* (2006): Ziele, Motive und Kriterien für Unternehmenszusammenschlüsse, Wertorientierung aus strategischer Perspektive, in: Wirtz (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, 2006, S.57-78.
- Lipton, Martin* (1987): Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, University of Pennsylvania Law Review, Vol.136, 1987, S.1-72.
- Lowenstein, Louis* (1983): Pruning Deadwood in Hostile Takeovers. A Proposal for Legislation, Columbia Law Review, Vol.83, 1983, S.249-334.

- Lucks, Kai / Meckl, Reinhard* (2002): Internationale Mergers & Acquisitions, Berlin, 2002.
- Mai, Johannes* (2004): Aktionärsschutz und Minderheitenschutz bei der Abwehr unkoordinierter Übernahmen börsennotierter Aktiengesellschaften, Baden-Baden, 2004.
- Malatesta, Paul A. / Walking, Ralf H.* (1988): Poison Pill Securities: Stockholder, Wealth, Profitability and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, S.347-376.
- Manne, Henry G.* (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol.73, 1965, S.110-126.
- Marsch-Barner, Reinhard* (2001): Sinnvoller Einsatz elektronischer Kommunikationstechnologien bei der Hauptversammlung, in: Noack/Spindler (Hrsg.), *Unternehmensrecht und Internet*, München, 2001, S.55-68.
- Maul, Silja / Muffat-Jeandet, Danièle* (2004): Die EU-Übernehmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I und Teil II), AG 2004, S.221-234 und S.306-318.
- Meier-Reimer, Georg* (2001): Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 2001, S.258-279.
- Meier-Schatz, Christian* (1985): Managermacht und Marktkontrolle, ZHR 1985, S.76-108.
- Merkt, Hanno* (2001): Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 2001, S.224-257.
- Merkt, Hanno / Binder, Jens-Hinrich* (2006): Änderung im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernehmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder, BB 2006, S.1285-1292.
- Merkt, Hanno / Göthel, Stephan R.* (2006): US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2.Auflage, Frankfurt a.M., 2006.
- Michalski, Lutz* (1997): Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmen („unfriendly takeovers“) nach deutschen Aktienrecht, AG 1997, S.152-163.
- Mittendorfer, Roland* (2007): Praxishandbuch der Akquisitionsfinanzierung. Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden, 2007

- Möllers, Thomas M. J.* (1997): Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 1997, S.334-367.
- Möllers, Thomas M. J.* (1999): Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, S.433-442.
- Mühle, Sabine* (2002): Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Baden-Baden, 2002.
- Mülbert, Peter O.* (1996): Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2.Aufgabe, München, 1996.
- Mülbert, Peter O.* (1997): Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, S.129-172.
- Mülbert, Peter O.* (1999): Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – zwei Folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, IStR 1999, S.83-94.
- Mülbert, Peter O.* (2001): Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht- die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP 2001, S.1221-1229.
- Mülbert, Peter O. / Birke, Max* (2000): In Defense of Passivity – on the Proper Role of a Target's Management in Response to a Hostile Tender Offer, European Business Organization Law Review 2000, S.445-478.
- Mülbert, Peter O. / Birke, Max* (2001): Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, WM 2001, S.705-718.
- Müller, Welf* (1993): Die Entscheidungsspielräume der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im Verhältnis zu ihren Aktionären, in: Bierich/Hommelhoff/Kropff (Hrsg.), Festschrift Semler, Berlin/New York, 1993, S.195-215.
- MünchKommBZ zum AktG*: Goette/Habersack (Hrsg.), Band 2, §§ 76-117, 3.Auflage, München, 2008.
- MünchKommBZ zum AktG*: Kropff/Semmler (Hrsg.), Band 4, §§ 118-147, 2.Auflage, München, 2003.
- MünchKommBZ zum AktG*: Kropff/Semmler (Hrsg.), Band 5/1, §§ 148-151, 161-178 AktG, §§ 238-264c, 342, 242a HGB, 2.Auflage, München, 2003.

- Musgrave, Richard A.* (1966): Finanztheorie, Tübingen, 1966.
- Nippgen, Alexander* (2005): Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten, Aachen, 2005.
- Noack, Ulrich* (1998): Moderne Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrechts, ZGR 1998, S.592-616.
- Noack, Ulrich* (2001): Zukunft der Hauptversammlung – Hauptversammlung der Zukunft, in: Zetzsche (Hrsg.), Die virtuelle Hauptversammlung, Berlin, 2002, S.13-18.
- Noack, Ulrich* (2004): Neue Entwicklungen im Aktienrecht und moderne Informationstechnologie, NZG 2004, S.297-303.
- Noack, Ulrich* (2008a): ARUG: das nächste Stück der Aktienrechtsreform in Permanenz, NZG 2008, S.441-447.
- Noack, Ulrich* (2008b): Teil 21.2: Virtuelle Hauptversammlung, in: Hoeren/Sieber (Hrsg.), Handbuch Multimedia-Recht, München, 2008.
- Nussbaum, Konrad v.* (2003): Die Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots, Vorgaben nach dem AktG und WpÜG für das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat während einer Übernahmeauseinandersetzung und für Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung, Baden-Baden, 2003.
- Ochmann, Florian* (2009): Die Aktionärsrechte-Richtlinie – Auswirkungen auf das deutsche und europäische Recht, Berlin, 2009.
- Ott, Claus / Schäfer, Hans-Bernd* (1988): Die ökonomische Analyse des Rechts – Irrweg oder Chance wissenschaftlicher Rechtserkenntnis, JZ 1988, S.213-223.
- Ott, Claus / Schäfer, Hans-Bernd* (2005): Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4.Auflage, Berlin u.a., 2005.
- Paefgen, Walter G.* (2004): Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG, AG 2004, S.245-261.
- Picot, Arnold* (1991): Ökonomische Theorie der Organisation - Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential, in: Ordeltzheide/Rudolph/Büsselmann (Hrsg.), Ökonomische Theorie der Betriebswirtschaft, Stuttgart, 1991, S.143-170.

- Picot, Arnold / Dietl Helmut* (1993): Neue Institutionenökonomie und Recht, 3. Travemünder Symposium zur ökonomischen Analyse des Rechts, Travemünde, 1993.
- Pielke, Wahlter* (2009): Die virtuelle Hauptversammlung - Voraussetzungen von und Probleme bei der Durchführung einer ergänzend oder vollkommen virtuellen Aktionärshauptversammlung über das Internet, Baden-Baden, 2009.
- Posner, Richard* (2007): *Economic Analysis of Law*, 7.Auflage, Amsterdam, 2007.
- Pötzsch, Thorsten* (2002): Das neue Übernahmerecht, Köln, 2002.
- Pratt, John / Zeckhauser, Richard* (1985): Principals and Agents. An Overview, in: Pratt/Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Cambridge, 1985, S.1-35.
- Raisch, Rainer* (1976): Zum Begriff und zur Bedeutung des Unternehmensinteresses als Verhaltensmaxime von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, in: Fischer/Gessler/Schilling/Serick/Ulmer (Hrsg.), *Festschrift Hefermehl*, München, 1976, S.347-364.
- Raiser Thomas / Veil Rüdiger* (2006): *Recht der Kapitalgesellschaften*, 4.Auflage, München, 2006.
- Raiser, Thomas* (1969): *Das Unternehmen als Organisation, Kritik und Erneuerung der juristischen Unternehmenslehre*, Berlin, 1969.
- Raiser, Thomas* (1979): Die Zukunft des Unternehmensrechts, in: Lutter/Stimpel/Wiedemann (Hrsg.), *Festschrift Fischer*, Berlin, 1979, S.561-578.
- Raiser, Thomas* (1980): Unternehmensziele und Unternehmensbegriff, *ZHR* 1980, S.206-231.
- Rappaport, Alfred* (1999): *Shareholder Value – ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2.Auflage, Stuttgart, 1999.
- Rathenau, Walther* (1917): *Vom Aktienwesen*, Berlin, 1917.
- Rees, Ray* (1985): The Theory of Principal and Agent: Part 2, *Bulletin of Economic Research*, Vol.37, 1985, S.75-95.
- Reul, Jürgen* (1991b): Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen, 1991.

- Richter, Rudolf / Furubotn Erik G.* (2003): Neue Institutionenökonomik, 3.Auflage, Tübingen, 2003.
- Ricketts, Martin J.* (2003): The economics of business enterprise: an introduction to economic organization and the theory of the firm, 3.Auflage, Cheltenham u.a., 2003.
- Ringleb, Henrik-Michael / Kremer, Thomas F. / Lutter, Marcus / Werder, Axel v.* (2008): Kommentar zum deutschen Corporate Governance Kodex, München, 2008.
- Rittner, Fritz* (1971): Zur Verantwortung des Vorstandes nach § 76 Abs. 1 AktG 1965, in: Hefermehl (Hrsg.), Festschrift Geißler, München, 1971, S.139-158.
- Rock, Edward B.* (1991): The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, Georgetown Law Journal, Vol.79, 1991, S.445-506.
- Roll, Richard* (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, Journal of Business, Vol.59, 1986, S.197-216.
- Romano, Roberta* (1992): A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, Yale Journal on Regulation, Vol.9, 1992, S.119-179.
- Romano, Roberta* (1993): Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes, Fordham Law Review, Vol.63, 1993, S.843-864.
- Roth, Günther H.* (2003): Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung, ZIP 2003, S.369-377.
- Roth, Günther H. / Wörle, Ulrike* (2004): Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, ZGR 2004, S.565-630.
- Ruback, Richard S.* (1988): An Overview of Takeover Defense, in: Auerbach (Hrsg.), Mergers and Acquisitions, Chicago/London, 1988, S.49-67.
- Ruffner, Markus* (2000): Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich u.a., 2000.
- Rühland, Hans-Philipp* (2003): Das „Level Playing Field“ im europäischen Übernahmerecht – eine ökonomische Analyse der Durchbrechungsregel (Art. 11 ÜRL-E), NZG 2003, S.1150-1053.
- Rümke, Dietrich* (1991): Übernahmeangebote – Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft und Abwehrmöglichkeiten, in: Küb-

- ler/Mertens/Werner (Hrsg.), Festschrift Heiser, Berlin/New York, 1991, S.683-704.
- Ryngaert, Michael* (1988): The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, S.377-417.
- Schäfer, Hans-Bernd / Ott, Claus* (2000): Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 3.Auflage, Berlin u.a., 2000.
- Schanz, Kay-Michael* (2007): Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie im Deutschen Recht, *NZG* 2007 S.927-932.
- Schanze, Erich* (1983): Theorie des Unternehmens und Ökonomische Analyse des Rechts, *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Band 2, 1983, S.161-180.
- Schilling, Wolfgang* (1980): Das Aktienunternehmen, *ZHR* 1980, S.136-144.
- Schmidt, Karsten* (1999): Handelsrecht, 5.Auflage, Köln u.a., 1999.
- Schmidt, Karsten* (2002): Gesellschaftsrecht, 4.Auflage, Köln u.a., 2002.
- Schmitz, Patrick W.* (2001): The Hold-up-Problem an Incomplete Contracts: A Survey of Recent Topics in Contract Theory, *Bulletin of Economic Research*, Vol.53, 2001, S.1-17.
- Schmitz, Ulrike* (2003): Der Einfluss neuer Technologien auf die Aktionärsmitverwaltung, Köln, 2003.
- Schneider, Uwe H. / Burgard, Ulrich* (2001): Übernahmeangebote und Konzerngründung – Zum Verhältnis von Übernahmerecht, Gesellschaftsrecht und Konzernrecht, *DB* 2001, S.963-969.
- Schüller, Alfred* (1978): Property Rights, unternehmerische Legitimation und Wirtschaftsordnung, in: Schenk (Hrsg.), *Ökonomische Verfügungsrechte und Allokationsmechanismen in Wirtschaftssystemen*, Berlin, 1978, S.29-87.
- Schumann, Jochen / Meyer, Ulrich / Stöbele, Wolfgang* (1999): Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7.Auflage, Berlin u.a., 1999.
- Schüppen, Matthias* (2006): WpÜG-Reform: Alles Europa, oder was?, *BB* 2006, S.165-171.

- Schwark, Eberhard* (1985): Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Lutter/Mertens/Ulmer (Hrsg.), Festschrift Stimpel, Berlin u.a., 1985, S.1087-1111.
- Schwarze, Andreas* (1993): Europäische Regelungen für Unternehmensübernahmen – eine kapitalmarktorientierte Betrachtung, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, Heidelberg, 1993, S.264-268.
- Seibt, Christoph H. / Heiser, Kristian J.* (2005): Analyse der EU-Übernahmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts, ZGR 2005, S.200-251.
- Seibt, Christoph H. / Heiser, Kristian J.* (2006): Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), AG 2006, S.301-320.
- Semler, Johannes / Stengel, Arndt* (2003): Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmitgliedern von Aktiengesellschaften am Beispiel von Konflikten bei Übernahme, NZG 2003, S.1-8.
- Servatius, Wolfgang* (2004): Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung. Die Vorstandspflicht bei unternehmerischen Entscheidungen der Hauptversammlung, München u.a., 2004.
- Shiller, Robert J.* (1981): Do Stock Price Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends, American Economic Review, Vol.71, 1981, S.421-436.
- Shiller, Robert J.* (1988): Fashions, Fads, and Bubbles in Financial Markets, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackermann (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of Hostile Takeovers, New York/ Oxford, 1988, S.56-68.
- Shleifer, Andrei / Summers, Lawrence* (1991): Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate Takeovers: Causes and consequences, Chicago, 1991, S.33-56.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.* (1988): Value Maximization and the Acquisition Process, The Journal of Economic Perspectives, Vol.2, 1988, S.7-20.
- Shubik, Martin* (1988): Corporate Control, Efficient Markets, and the Public Good, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackermann (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, The Impact of Hostile Takeovers, New York/Oxford, 1988, S.31-55.
- Simon, Herbert A.* (1955): Das Verwaltungshandeln, Stuttgart, 1955.

- Steinmeyer, Roland / Häger, Michael* (2007): WpÜG Kommentar, 2.Auflage, Berlin, 2007.
- Thaler, Richard H.* (1992): The Winner's Curse, New York, 1992.
- Tversky, Amos / Kahneman, Daniel* (1981): The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, Science, Vol.211, 1981, S.453-458.
- Ulbricht, Holger* (2006): Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche nach deutschem und englischem Recht, Frankfurt a.M. u.a., 2006.
- Vanberg, Viktor* (1981): Das Unternehmen als Sozialverband, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 1, 1982, S.276-307.
- Voigt, Stefan* (2002): Institutionenökonomik, München, 2002.
- Wackerbarth, Ulrich* (2001): Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationale Übernahmeangeboten WM 2001, S. 1741-1753.
- Weisner, Arnd* (2000): Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuch in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht, Hamburg, 2000.
- Weizsäcker, Carl Christina von* (1984): Was leistet die Property Rights Theorie für aktuelle wirtschaftspolitische Fragen?, In: Neumann (Hrsg.), Ansprüche, Eigentums- und Verfügungsrechte, Berlin, 1984, S.123-152.
- Wenger, Ekkhard / Terberger, Eva* (1988): Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, WiSt 1988, S.506-514.
- Werder, Axel v.* (1989): Shareholdervalue als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, ZGR 1998, S.69-91.
- Werner, Winfried* (1989): Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, Berlin/New York, 1989.
- Wiedemann, Herbert* (1980): Gesellschaftsrecht, Band 1, München, 1980.
- Wiese, Götz Tobias / Demisch, Dominik* (2001): Unternehmensführung bei feindlichen Übernahmeangeboten, DB 2001, S.849-852.
- Wiesner, Peter M.* (2004): Die neue Übernahmerichtlinie und die Folgen, ZIP 2004, S.343-349.

- Williamson, Oliver E.* (1979): Transaction-Costs Economics: The Governance of Contractual Relations, *Journal of Law and Economics*, Vol.22, 1979, S.233-261.
- Williamson, Oliver E.* (1985): *The Economic Institutions of Capitalism, Firms, Markets, Relational, Contracting*, New York/London, 1985.
- Williamson, Oliver E.* (1990): A Comparison to Alternative Approaches to Economic Organization, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol.146, 1990, S.61-75.
- Williamson, Oliver E.* (1999): Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol.18, 1988, S.567-591.
- Windbichler, Christine* (2009): *Gesellschaftsrecht*, 22.Auflage, München, 2009.
- Winter, Martin / Harbarth, Stephan* (2002): Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach WpÜG, *ZIP* 2002, S.1-18.
- Winter, Ralph* (1977): State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, *Journal of Legal Studies*, Vol.6, 1977, S.251-292.
- Witt, Jürgen* (2000): Diskussionsentwurf zur Regelung von Unternehmensübernahmen: Abwehrmöglichkeiten des Vorstandes der Zielgesellschaft, *BB* 2000, S.2161-2165.
- Wymeersch, Eddy* (1995): Unternehmensführung in Westeuropa Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion, *AG* 1995, S.299-316.
- Wymeersch, Eddy* (2002): Übernahmeangebote und Pflichtangebote, *ZGR* 2002, S.520-545.
- Zech, Alexandra* (2003): Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft in Bezug auf Abwehrmaßnahmen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), *Münster u.a.*, 2003.
- Zetsche, Dirk* (2003): Die virtuelle Hauptversammlung – Momentaufnahme und Ausblick, *BKR* 2003, S.736-743.
- Zöllner, Wolfgang* (2003): Unternehmensinnenrecht: Gibt es das?, *AG* 2003, S.2-12.